

Міністерство освіти і науки України  
Харківська національна академія міського господарства

**КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ  
ТА ЗАВДАННЯ ДО САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ З ДИСЦИПЛІНИ  
«УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ»**

(для студентів заочної форми навчання  
спеціальності 7.050107 – «Економіка підприємства»)

Харків – ХНАМГ – 2009

Конспект лекцій та завдання до самостійної роботи з дисципліни «Управління капіталом» (для студентів заочної форми навчання спеціальності 7.050107 – «Економіка підприємства») / Авт. Торкатюк В.І., Пан М.П., Коненко В.В. та ін. – Харків: ХНАМГ, 2009. – 152 с.

Автори: В.І. Торкатюк,  
М.П. Пан,  
В.В. Коненко,  
А.Л. Шутенко,  
Г.Г. Соболева,  
Д.В. Бутник.

Рецензент: д. екон. наук, проф. Г.С. Волинський

Рекомендовано кафедрою економіки будівництва,  
протокол № 5 від 29.12.2008 р.

## ЗМІСТ

Вступ .....	5
ТЕМА 1. КАПІТАЛ ЯК ЕКОНОМІЧНА БАЗА ПІДПРИЄМСТВА .....	6
1.1. Економічна сутність капіталу підприємства .....	6
1.2. Роль фінансового капіталу в забезпеченні ефективної діяльності підприємства .....	7
Питання для самоперевірки .....	12
ТЕМА 2. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА .....	13
2.1. Структура власного капіталу і політика формування власних фінансових ресурсів .....	13
2.2. Формування операційного прибутку .....	22
2.3. Дивідендна політика .....	27
2.4. Емісійна політика .....	36
Питання для самоперевірки .....	38
ТЕМА 3. ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА .....	39
3.1. Залучення позикових засобів .....	39
3.2. Залучення банківського кредиту .....	45
3.3. Фінансовий лізинг .....	48
3.4. Облігаційні позики .....	56
Питання для самоперевірки .....	62
ТЕМА 4. ОБОРОТНІ АКТИВИ ПІДПРИЄМСТВА .....	63
4.1. Політика підприємства у сфері оборотних активів .....	63
4.2. Формування операційного циклу оборотних активів підприємства .....	65
4.3. Управління оборотними активами підприємства .....	67

4.4. Управління запасами .....	71
4.5. Управління дебіторською заборгованістю .....	75
4.6. Система формування підприємством грошових активів ....	84
Питання для самоперевірки .....	88
ТЕМА 5. ЦІНА КАПІТАЛУ ТА МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО	
УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ .....	89
Питання для самоперевірки .....	110
ТЕМА 6. ОЦІНКА ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ	
ПІДПРИЄМСТВА .....	111
Питання для самоперевірки .....	129
ТЕМА 7. РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА ЯК КОМПЛЕКСНА	
ІННОВАЦІЯ, СПРЯМОВАНА НА ПІДВИЩЕННЯ ЙОГО	
КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ .....	130
7.1. Проблеми підприємств на сучасному етапі. Причини кризи	
підприємства .....	130
7.2. Поняття реструктуризації, причини й етапи її проведення	133
Питання для самоперевірки .....	150
Список літератури .....	151

## ВСТУП

Діяльність підприємства в умовах ринкової економіки будь-якої форми власності, організаційно-правового статусу і галузевої спрямованості безпосередньо залежить від фінансового капіталу та його структури. Досягнення стратегічних цілей підприємства також значно залежить від ефективності управління капіталом підприємства та його структурою, тобто визначення загальної потреби в них, формування оптимальної структури, умов залучення.

Сучасне економічне становище потребує від власників і фінансових менеджерів підприємств ефективного управління, уважного контролю та своєчасного коригування структури капіталу підприємства, бо оптимальна структура капіталу дозволяє отримувати максимальний прибуток, рентабельність, фінансову стійкість та високі показники ліквідності й платоспроможності. Існують певні методичні підходи, метою яких є забезпечення такого співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансового капіталу підприємства, яке б дозволило досягти найвищих показників господарської діяльності підприємства. Для контролю за поточним станом структури капіталу необхідно регулярно визначати показники оцінки ефективності управління капіталом підприємства.

Метою цього курсу лекцій є огляд, аналіз та порівняння методичних підходів до управління капіталом підприємства та його структурою, дослідження різноманітних трактувань сутності капіталу та його ролі в забезпеченні ефективної діяльності підприємства, дослідження основних критеріїв та показників оцінки ефективності управління капіталом підприємства.

# ТЕМА 1

## КАПІТАЛ ЯК ЕКОНОМІЧНА БАЗА ПІДПРИЄМСТВА

### 1.1. Економічна сутність капіталу підприємства

Капітал – це економічна категорія, яка відома давно, але отримала новий зміст в умовах ринкових відносин. Він характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, які інвестуються у формування його активів.

Розглядаючи економічну сутність капіталу підприємства, слід назвати такі його характеристики:

1. Капітал підприємства є основним фактором виробництва. Виділяють три фактори виробництва, що забезпечують господарську діяльність підприємств:

- капітал;
- земля та інші природні ресурси;
- трудові ресурси.

У системі цих факторів виробництва капіталу відводиться пріоритетна роль, оскільки він об'єднує всі фактори в єдиний виробничий комплекс.

2. Капітал характеризує фінансові ресурси підприємства, які забезпечують дохід. У даній своїй якості капітал може виступати ізольовано від виробничого фактора – у формі позикового капіталу, який забезпечує формування доходів підприємства не у виробничій (операційній), а у фінансовій (інвестиційній) сфері його діяльності.

3. Капітал є головним джерелом формування добробуту його власників. Капітал забезпечує необхідний рівень добробуту його власників як у поточному, так і в перспективному періодах. Частина капіталу, яка спрямована на задоволення поточних чи перспективних потреб його власників, перестає виконувати функцію капіталу. Капітал, який накопичується, повинен задовольнити потреби його власників у перспективному періоді, тобто формує

рівень майбутнього їх добробуту.

4. Капітал підприємства є головним виміром його ринкової вартості. У даній якості перш за все виступає власний капітал підприємства, який визначає обсяг його чистих активів. Разом з тим обсяг власного капіталу, який використовує підприємство, одночасно характеризує і потенціал залучення ним позикових фінансових засобів, які забезпечують отримання додаткового прибутку. У сукупності з іншими, менш значущими факторами формується база оцінки ринкової вартості підприємства.

5. Динаміка капіталу підприємства є важливим барометром рівня ефективності його господарської діяльності. Здатність власного капіталу до зростання високими темпами характеризує високий рівень формування і ефективний розподіл прибутку підприємства, його спроможність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел. І навпаки, зниження обсягу власного капіталу є, як правило, наслідком неефективної, збиткової діяльності підприємства.

## **1.2. Роль фінансового капіталу в забезпеченні ефективної діяльності підприємства**

Для забезпечення нормального процесу фінансування підприємницьких структур незалежно від їх форм власності й організаційно-правового статусу виникає потреба у фінансовому капіталі.

Фінансовий капітал підприємства як економічна категорія існує об'єктивно, його природа визначається не суспільно-економічною формацією або типом економічної системи держави, а реальним процесом формування підприємницьких структур і механізмом здійснення фінансування їхньої діяльності. Тому фінансовий капітал підприємств формується і використовується суб'єктами господарювання в будь-якій економічній системі відповідно до стратегічних і тактичних цільових настанов останньої.

Поняття “фінансовий капітал” на відміну від поняття “капітал” з'явилося

в науковому обороті відносно недавно, на початку ХХ ст. після виходу в 1910 р. однойменної книги німецького соціаліста Р. Гільфердінга. Досліджуючи сутність капіталу в нових історичних умовах економічного розвитку провідних країн світу, він дійшов висновку, що промисловість стає дедалі залежнішою від банківського грошового капіталу. Відбувається проникнення банківського капіталу в промисловість, у результаті чого відбувається злиття капіталів. Об'єднання банківського капіталу з промисловим він визначив поняттям “фінансовий капітал”. Далі Р. Гільфердінг пише: “Фінансовий капітал — це капітал, що перебуває у розпорядженні банків і застосовується промисловцями”.

Таким чином, німецький соціаліст розглядав фінансовий капітал не стільки з позиції фінансової науки, скільки як специфічну форму розвитку монополістичного капіталізму.

Що стосується теорії фінансів, то в радянський період капітал у будь-якій його формі не був об'єктом дослідження і тільки з початком ринкової економіки почалося формування наукового розуміння економічної природи капіталу підприємства. При цьому більшість сучасних економістів-фінансистів розглядають поняття “фінансовий капітал” як синонім фінансових ресурсів.

Так, І.Т. Балабанов пише: “Капітал — це частина фінансових ресурсів. Капітал — це гроші, пущені в обіг, і доходи, які вони приносять від цього обігу”.

Н.А. Русак зазначає, що капітал “...це кошти, вкладені в суб'єкт господарювання для початку або продовження господарської діяльності з метою одержання прибутку (доходу)”.

В.В. Селезньов дає таке визначення капіталу: “Фінансові ресурси, що використовуються на розвиток виробничого процесу (купівля сировини, товарів та інших предметів праці, робочої сили, інших елементів виробництва), є капітал у його грошовій формі”.

С.В. Моїсєєв і В.І. Терьохін вважають, що фінансовий капітал — це фінансові кошти підприємства, відбиті в пасиві його бухгалтерського балансу.



При цьому фінансовий капітал підрозділяється на власний, тобто сформований за рахунок власних джерел фінансових ресурсів, і позиковий, формування якого здійснюється за рахунок позикових фінансових джерел.

В.Г. Белоліпецький визначає капітал як “...частину фінансових ресурсів, задіяних фірмою в оборот, і доходи, які вони приносять від цього обороту. У цьому розумінні капітал виступає як перетворена форма фінансових ресурсів”.

І.О. Бланк, розглядаючи капітал з позиції фінансового менеджменту визначає його таким чином: “Капітал підприємства характеризує загальну вартість коштів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів”.

Розглянемо докладніше окремі види капіталу підприємства відповідно до класифікації І.О. Бланка.

1. За приналежністю підприємству виділяють власний і позиковий види його капіталу. Власний капітал характеризує загальну вартість засобів підприємства, що належать йому на правах власності й використовуються ним для формування певної частини активів. Ця частина активів, що сформована за рахунок інвестованого в них власного капіталу, являє собою чисті активи підприємства. Позиковий капітал характеризує залучені для фінансування розвитку підприємства на зворотній основі грошові кошти або інші майнові цінності. Усі форми позикового капіталу, що використовується підприємством, становлять собою його фінансові зобов’язання, що належать до погашення у передбачені строки.

2. За метою використання у складі підприємства можуть бути виділені наступні види капіталу: виробничий, позиковий і спекулятивний. Виробничий капітал характеризує засоби підприємства, що інвестовані в його операційні активи для здійснення виробничо-збутової його діяльності. Позиковий капітал являє собою ту частину, що використовується підприємством у процесі інвестування у грошові інструменти (короткострокові й довгострокові депозитні вкладення в комерційних банках), а також у боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі і т.п.) Спекулятивний

капітал характеризує ту його частину, що використовується у процесі здійснення спекулятивних (що базуються на різниці в цінах) фінансових операцій (придбання деривативів у спекулятивних цілях і т.п.).

3. За формами інвестування розрізняють капітал у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, що використовується для формування статутного фонду підприємства. Інвестування капіталу в цих формах дозволено законодавством при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їх статутних фондів.

4. За об'єктом інвестування виділяють основний і оборотний види капіталу підприємства. Основний капітал характеризує ту його частину, що використовується підприємством, який інвестований у всі види його необоротних активів (а не тільки в основні засоби, як це часто трактується в літературі). Оборотний капітал характеризує ту його частину, яка інвестована у всі види його оборотних активів.

5. За формою надходження у процесі кругообігу, тобто залежить від стадій загального циклу цього кругообігу розрізняють капітал підприємства у грошовій, виробничій і товарній формах.

6. За формами власності виділяють приватний і державний капітал, що інвестований в підприємство в процесі формування його статутного фонду. Такий розподіл капіталу використовується у процесі класифікації підприємств за формами власності.

7. За організаційно-правовими формами діяльності виявляють наступні види капіталу: акціонерний (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств), пайовий (капітал партнерських підприємств — товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств і т.п.), індивідуальний (капітал індивідуальних підприємств — сімейних і т.п.).

8. За характером використання у господарському процесі виділяють працюючий і непрацюючий види капіталу. Працюючий капітал характеризує ту його частину, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

Непрацюючий (або “мертвий”) капітал характеризує ту його частину, яка інвестована в активи, що не беруть безпосередньої участі у виконанні різних видів господарської діяльності підприємства й формуванні його доходів.

9. За характером використання власниками виділяють споживаний і накопичувальний (реінвестований) види капіталу. Споживаний капітал після його розподілу на цілі споживання втрачає функції капіталу. Він являє собою дезінвестиції підприємства, що здійснюються з метою споживання (вилучення частини капіталу з необоротних і оборотних активів з метою виплати дивідендів, процентів, задоволення соціальних потреб персоналу і т.п.). Накопичувальний капітал характеризує різні форми його приросту в процесі капіталізації прибутку, дивідендних виплат і т.п.

10. За джерелами залучення розрізняють національний (вітчизняний) і іноземний капітал, інвестований у підприємство. Такий розподіл капіталу підприємств використовується в процесі відповідної їх класифікації.

11. За відповідністю правовим нормам функціонування розрізняють легальний і “тіньовий” капітал, що використовується у процесі господарської діяльності підприємства. Широко використовуваний на сучасному етапі економічного розвитку країни “тіньовий” капітал є своєрідною реакцією підприємців на встановлені державою жорсткі “правила гри” в економіці, в першу чергу на невиправдано високий рівень оподаткування підприємницької діяльності. Зростання обсягу використання “тіньового” капіталу в господарській діяльності підприємств служить для держави своєрідним індикатором низької ефективності прийнятих рішень в галузі податкового регулювання використання капіталу в підприємницькій діяльності з позицій дотримання паритету інтересів як держави, так і власників капіталу.

Структура капіталу являє собою співвідношення власних і позикових фінансових коштів, що використовуються підприємством у процесі господарської діяльності.

Структура капіталу, що використовується підприємством, визначає багато аспектів не тільки фінансової, але й операційної та інвестиційної його

діяльності, справляє активний вплив на кінцеві результати цієї діяльності. Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу (тобто на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства), визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості й платоспроможності (тобто рівень основних фінансових ризиків) і остаточно формує співвідношення у ступенях прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства.

Фінансовий капітал підприємств як об'єктивно існуюча економічна категорія забезпечує процес фінансування господарської діяльності підприємницьких структур, є важливим фактором розвитку національної економіки України, її ринкової трансформації.

### **Питання для самоперевірки**

1. Розкрити економічну сутність капіталу.
2. Охарактеризувати види капіталу за найбільш важливими класифікаційними ознаками.
3. Яка роль фінансового капіталу підприємства в забезпеченні ефективної діяльності підприємства?

## ТЕМА 2

### ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА

#### 2.1. Структура власного капіталу і політика формування власних фінансових ресурсів

Під власним капіталом розуміють сукупність економічних відносин, що дозволяють включити в господарський оборот фінансові ресурси, які належать або власникам, або самому господарюючому суб'єкту.

На діючому підприємстві власний капітал представлений наступними формами (рис. 2.1.).

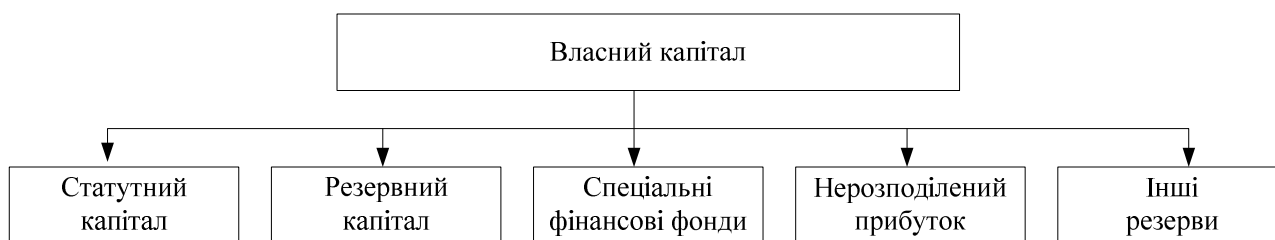


Рис. 2.1. – Форми функціонування власного капіталу підприємства

1. Статутний капітал. Характеризує первісну суму власного капіталу підприємства, інвестовану у формування його активів для початку виконання господарської діяльності. Його розмір визначається установчими документами і статутом підприємства. Для підприємства окремих сфер діяльності й організаційно – правових форм (акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю) мінімальний розмір статутного капіталу регулюється законодавством.

2. Резервний капітал. Являє собою зарезервовану частину власного капіталу підприємства, призначену для внутрішнього страхування його господарської діяльності. Розмір цієї резервної частини власного капіталу визначається установчими документами. Формування резервного капіталу здійснюється за рахунок прибутку підприємства (мінімальний розмір

відрахувань прибутку в резервний фонд регулюється законодавством).

3. Спеціальні (цільові) фінансові фонди. До них відносяться цілеспрямовано сформовані фонди власних фінансових засобів з метою їхньої наступної цільової витрати. У складі цих фінансових фондів звичайно виділяють: амортизаційний фонд, ремонтний фонд, фонд охорони праці, фонд розвитку виробництва і т.д. Порядок формування і використання засобів цих фондів регулюється статутом та іншими установчими документами підприємства.

4. Нерозподілений прибуток. Характеризує частину прибутку підприємства, отриману в попередньому періоді й не використану на споживання власниками (акціонерами, пайовиками) і персоналом. Ця частина прибутку призначена для капіталізації, тобто для реінвестування на розвиток виробництва. За своїм економічним змістом вона є однієї з форм резерву власних фінансових засобів підприємства, що забезпечують його виробничий розвиток у майбутньому періоді.

5. Інші форми власного капіталу. До них відносяться розрахунки за майно (при здачі його в оренду), розрахунки з учасниками (з виплати їм доходів у формі відсотків чи дивідендів) та деякі інші, відбивані в першому розділі пасиву балансу.

Розглянемо всі складові власного капіталу підприємства більш докладніше.

Статутний капітал. Статутний капітал є одним з найважливіших показників, що дозволяють одержати уявлення про розміри й фінансовий стан економічних суб'єктів. Це один з найбільш стійких елементів власного капіталу організації, оскільки зміна його величини допускається в строго визначеному порядку, установленому законодавчо.

Статутний капітал організації – джерело формування засобів організації, які потрібні їй для виконання статутних зобов'язань. Це стартовий капітал для виробничої діяльності з метою одержання надалі прибутку. Статутний капітал являє собою засоби, вкладені власниками підприємства. Власниками

підприємства можуть виступати як юридичні, так і фізичні особи, а також окремі приватні особи.

Формування статутного капіталу пов'язано з цілями створення організації і її організаційно-правовою формою. Порядок формування статутного капіталу організацій різних організаційно-правових форм досить жорстко в даний час регулюють закони України.

Відповідно до законодавства України статутний капітал залежить від організаційно-правової форми підприємства, може виступати у вигляді: статутного капіталу, статутного фонду, складового капіталу, пайового фонду.

Статутний капітал – сукупність у грошовому вираженні внесків засновників (учасників) у майно організації при її створенні для забезпечення діяльності в розмірах, визначених установчими документами. Формується в господарських товариств: акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю.

Пайовий фонд – сукупність пайових внесків членів виробничого кооперативу для спільного ведення підприємницької діяльності, а також придбаного і створеного в процесі діяльності.

Однієї з найпоширеніших форм підприємницької діяльності сьогодні є акціонерне товариство.

Можна виділити три функції, які виконує статутний капітал акціонерного товариства:

1) є майновою основою діяльності товариства, тобто первісним (стартовим) капіталом;

2) дозволяє визначити частку (відсоток) участі засновника (акціонера, учасника) у товаристві, оскільки їй відповідає кількість голосів учасника на загальних зборах і розмір його доходу (дивіденду);

3) гарантує виконання зобов'язань товариства перед третіми особами, тому законодавством установлений його мінімальний розмір. Відповідно до законодавства України акціонерним товариством визнається комерційна організація, статутний капітал якої поділений на певне число акцій, що

засвідчують обов'язкові права учасників (акціонерів) стосовно товариства. Порядок створення і правове положення акціонерних товариств визначені Законом України "Про акціонерні товариства".

Юридично власність акціонерного товариства не є власністю акціонерів, а саме воно не залежить від окремих фізичних осіб, які володіють акціями. Акціонери не відповідають по боргових зобов'язаннях товариства і не несуть фінансового збитку, якщо акціонерне товариство збанкрутувало і його борги перевищують вартість реалізованого майна.

Відповідно до Закону України „Про акціонерні товариства” розмір статутного капіталу відкритого товариства повинен бути не менше суми, еквівалентної 1250 мінімальним заробітним платам, закритого товариства – не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам, виходячи з розміру мінімальної заробітної плати, встановленої на момент створення товариства.

Відповідно до діючого законодавства, внеском у статутний капітал товариства можуть бути гроші, цінні папери, інші речі чи майнові права або інші права, що мають грошову оцінку.

Додатковий і резервний капітал. У процесі господарської діяльності в підприємства може з'явитися нове майно чи зрости облікова вартість уже наявного, тобто збільшуються розміри активів. Для обліку джерел такого майна чи приросту його вартості в бухгалтерському обліку введено поняття додаткового капіталу. Як об'єкт обліку він виник відповідно до змін правил оцінки статей бухгалтерської звітності організацій для відображення інфляційних процесів.

Доходи організації, що відносяться на додатковий капітал, збільшують власний капітал організації, але не впливають на фінансовий результат діяльності організації у звітному періоді. Наприклад, організація може безоплатно одержати у власність дороге виробниче приміщення, у результаті її майно і капітал будуть мати істотний приріст, однак фінансовим результатом діяльності організації у звітному періоді може стати збиток. Наявність доходів,



що включаються не у фінансовий результат діяльності, приймають в розрахунок у податковому обліку: при обчисленні оподатковуваного прибутку, доходи, що відносяться на додатковий капітал, приєднуються до прибутку, який підлягає оподаткуванню.

Утворення засобів відбувається шляхом:

- 1.) приросту вартості необоротних активів (основних засобів, нематеріальних активів, довгострокових фінансових вкладень і інших капітальних вкладень) підприємства в результаті переоцінки;
- 2.) безоплатно отриманого майна і коштів від юридичних і фізичних осіб;
- 3.) додаткової емісії акцій чи підвищення номінальної вартості акцій, за рахунок суми різниці між продажною і номінальною вартістю акцій, вирученої при реалізації їх за ціною, що перевищує номінальну вартість;
- 4.) приросту вартості необоротних активів, створених за рахунок прибутку чи фондів підприємства;
- 5.) відображення позитивних курсових різниць по внесках іноземних інвесторів у статутні капітали українських підприємств.

Додатковий капітал може утворюватися не тільки з перерахованих вище причин. Що включати до складу додаткового капіталу і як його використовувати, вирішують власники підприємства, які розробляють відповідні положення. Ці положення повинні бути затверджені протоколом загальних зборів засновників, після чого закріплюються наказом про облікову політику.

Резервний капітал створюється відповідно до законодавства й установчих документів організації на покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків, утрат. Резервний капітал – це так назване запасне фінансове джерело, що створюється як гарантія безперебійної роботи підприємства і дотримання інтересів третіх осіб. Наявність такого фінансового джерела додає останнім впевненість у погашенні підприємством своїх зобов'язань. Чим більше резервний капітал, тим більша сума збитків може бути

компенсована і тим більшу можливість маневру одержує керівництво підприємства при подоланні збитків.

Утворення резервного капіталу може мати обов'язковий і добровільний характер. У першому випадку він створюється відповідно до законодавства України, а в другому – згідно з порядком, встановленим в установчих документах підприємства, чи з його обліковою політикою. У даний час створення резервного капіталу є обов'язковим тільки для акціонерних товариств і підприємств з іноземними інвестиціями.

Акціонерне товариство, відповідно до законодавства України, повинно створити резервний капітал у розмірі не менше ніж 15 відсотків статутного капіталу. Резервний капітал формують за рахунок щорічних відрахувань від чистого прибутку товариства. До досягнення встановленого статутом розміру резервного капіталу розмір щорічних відрахувань повинен бути не менше ніж 5 відсотків суми чистого прибутку товариства за рік. Резервний капітал є джерелом коштів тільки для покриття збитків.

Розмір резервного фонду для підприємств з іноземними інвестиціями має бути не більше 25% від статутного капіталу.

Якщо в організації є філії і представництва, зареєстровані як платники податків, то вони також можуть утворювати резервні фонди. Якщо в установчих документах не передбачений пункт створення резервного фонду, то підприємство не має права його створювати.

Інформація про величину резервного капіталу в балансі підприємства має велике значення для зовнішніх користувачів бухгалтерської звітності, що розглядають резервний капітал як запас фінансової міцності підприємства. Недостатня величина обов'язкового резервного капіталу свідчить або про недостатність прибутку, або про використання резервного капіталу на покриття збитків.

Засоби резервного фонду призначені для покриття балансового збитку за звітний рік, для погашення облігацій і викупу акцій акціонерного товариства при відсутності інших засобів. Резервний фонд створюється підприємствами

також на випадок припинення їхньої діяльності для покриття кредиторської заборгованості. Ні на яку іншу мету використовувати "резервні" гроші не можна.

Нерозподілений прибуток і фонди спеціального призначення. Фінансовим результатом підприємства, яке здійснює підприємницьку діяльність, є прибуток чи збиток. Прибуток виступає джерелом, який може бути використаний, після обов'язкових платежів у бюджет, на цілі, обумовлені статутними документами чи відповідними рішеннями керівництва організації і засновників (акціонерів). При одержанні збитку виникає необхідність вишукування джерел його покриття.

Прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства після сплати в бюджет податку на прибуток, у бухгалтерському обліку прийнято називати "нерозподіленим прибутком". Нерозподілений прибуток являє собою суму чистого прибутку, що не був розподілений у вигляді дивідендів між акціонерами організації.

Нерозподілений прибуток звітного року використовується на виплату дивідендів засновникам і на відрахування в резервний фонд (при його наявності). Відповідно до своєї облікової політики організація може прийняти рішення про використання прибутку, що залишився в її розпорядженні, на фінансування своїх планових заходів.

Ці заходи можуть мати *виробничий характер* у випадку направлення коштів на розвиток і розширення виробництва, модернізацію використовуваного устаткування, і *невиробничий характер* у випадку використання коштів на заходи соціального характеру і матеріальну підтримку працівників організації та на інші цілі, не пов'язані з виробництвом продукції або довгостроковими фінансовими вкладеннями організації.

Значна частина власного капіталу підприємства акумулюється у фондах спеціального призначення. Ці засоби резервуються і направляються на утворення джерел фінансування витрат, на створення нового майна виробничого призначення і соціальної інфраструктури, а також на потреби

соціального розвитку (крім капітальних вкладень).

Головним джерелом формування фондів спеціального призначення служить частина прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства. З позиції фінансового контролю першорядне значення має чітке розмежування засобів, що направляються підприємством на виробничий розвиток і потреби споживання.

Реалізація політики організації, спрямованої на акумулювання свого чистого прибутку для фінансування цільових заходів, проводиться шляхом утворення фондів спеціального призначення. Кількість фондів, їхню назву і використання організація визначає самостійно.

Фонди спеціального призначення утворюють за нормами, установленими власниками, а також за рахунок безоплатних внесків засновників та інших підприємств. Вони, як правило, підрозділяються на фонд нагромадження, фонд соціальної сфери і фонд споживання.

Засоби фондів нагромадження направляються на виробничий розвиток організації та інші аналогічні цілі, зокрема на:

- 1) фінансування витрат та технічне переозброєння, реконструкцію і розширення діючого виробництва і будівництво нових об'єктів;
- 2) проведення науково-дослідних робіт, придбання устаткування, приладів;
- 3) витрати, пов'язані з випуском і поширенням акцій, облігацій та інших цінних паперів;
- 4) проведення науково-дослідних робіт, придбання устаткування, приладів;
- 5) витрати, пов'язані з випуском і поширенням акцій, облігацій та інших цінних паперів;
- 6) внески в створення інвестиційних фондів, спільних підприємств, акціонерних товариств і асоціацій;
- 7) списання витрат, що за діючим положенням не включаються в собівартість продукції (робіт, послуг), а проводяться безпосередньо за

рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємств;

8) на фінансування природоохоронних заходів та ін.

Якщо підприємство використовує засоби для капітальних вкладень, то сам фонд нагромадження не зменшується, тому що відбувається перетворення фінансових засобів у майно організації. Якщо ж підприємство використовує засоби фонду на покриття збитків звітного року, на розподіл прибутку між засновниками, а також на списання витрат, включаються не в первісну вартість об'єктів основних засобів, що вводяться в експлуатацію, то величина фонду нагромадження зменшується.

Засоби фонду споживання, на відміну від фонду нагромадження, направляються на соціальний розвиток і матеріальне заохочення персоналу, а також інші заходи, що не приводять до утворення нового майна організації. Засоби спеціальних фондів використовують відповідно до кошторису, що обговорюється і затверджується власниками організації (акціонерами). Про виконання кошторису вони інформуються у встановлений термін.

Фонд споживання призначений для забезпечення соціального захисту персоналу: дотацій на харчування, придбання проїзних квитків, путівок у санаторії, дитячі установи, на житлове будівництво, а також на матеріальне заохочення працівників (одноразові премії, подарунки, матеріальна допомога) і ін.

Фонд соціальної сфери являє собою зарезервовані суми як фінансове забезпечення розвитку соціальної сфери. Фонд соціальної сфери покриває капітальні вкладення не у виробництво як фонд нагромадження, а в соціальні служби підприємства, наприклад у будівництво дитячого садка. Засоби фонду направляються на фінансування витрат, пов'язаних з утриманням об'єктів житлово-комунального господарства, охорони здоров'я, культури, спорту, дитячих закладів, будинків і баз відпочинку, що враховуються на балансі організації.

Власне, якщо не вважати амортизацію, нерозподілений прибуток є єдиним великим джерелом фінансування діяльності підприємства. Останнє завжди

може направити його на свої потреби чи створення спеціальних фондів. Відмінною рисою на знову створюваних підприємствах є складність у прогнозуванні прибутку через ще не виниклий попит на вироблені товари й послуги. На вже працюючих підприємствах можливі побудови прогнозів про величину прибутку в майбутньому, але тільки в складі загального прогнозу діяльності підприємства й аналізу кон'юнктури ринку. Уся справа в тому, що на розмір прибутку будуть впливати численні фактори як усередині підприємства, так і фактори зовнішнього середовища, абстрагований аналіз прибутку на майбутній період може привести до того, що засобів може попросту не вистачити навіть на підтримку поточної діяльності.

Субсидії, надходження та інші резерви. Цільове фінансування і надходження являють собою засоби некомерційної організації, призначені для фінансування тих чи інших заходів цільового призначення.

До інших резервів відносяться резерви, що створюються на підприємстві в зв'язку з майбутніми великими витратами, які включаються в собівартість і витрати обігу. Наприклад, резерви: на оплату відпусток, на ремонт предметів, що здаються в прокат, для виплати щорічної винагороди за вислугу років, для винагород за підсумками роботи за рік, на виробничі витрати по підготовчих роботах у зв'язку із сезонним характером виробництва та ін. (на цілі, передбачені законодавством України, нормативними актами Мінфіну України).

Рішення про створення резервних фондів повинне бути зафіксоване в обліковій політиці організації. Якщо ж організація не створює резервних фондів, то цей факт можна не обмовляти в обліковій політиці.

## **2.2. Формування операційного прибутку**

Основу формування власних внутрішніх фінансових ресурсів підприємства, спрямованих на виробничий розвиток, складає балансовий прибуток, що є сумою таких видів прибутку підприємства:

– прибуток від реалізації продукції або операційний прибуток;

- прибуток від реалізації майна;
- прибуток від позареалізаційних операцій.

Серед цих видів головна роль належить прибутку від реалізації продукції, на частину якого припадає в даний час 90-95 % загальної суми балансового прибутку. Тому управління формуванням прибутку підприємства розглядається як процес формування прибутку від реалізації продукції або операційного прибутку.

Основною метою управління формуванням операційного прибутку підприємства є виявлення основних факторів, що визначають її кінцевий розмір, і вишукування резервів подальшого збільшення його суми.

Механізм управління формуванням операційного прибутку базується на системі взаємозв'язку, що одержала назву "Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації і прибутку" [Cost-Volume-Profit-relationships; "CVP"] і дозволяє виділити роль окремих факторів у формуванні операційного прибутку й забезпечити ефективне управління цим процесом на підприємстві.

У процесі здійснення операційної діяльності формуються три види операційного прибутку:

1) маржинальний операційний прибуток. Його розрахунок здійснюють за такими формулами:

$$МПо = ВДо - ПДВ - Впост.;$$

$$МПо = ЧДо - Впост.,$$

де *МПо* – сума маржинального операційного прибутку в аналізованому періоді; *ВДо* – сума валового операційного прибутку в аналізованому періоді; *ЧДо* – сума чистого операційного прибутку в аналізованому періоді; *Впост.* – сума постійних операційних витрат; *ПДВ* – сума податку на додану вартість та інших податкових платежів, що входять у ціну продукції;

2) валовий операційний прибуток. Його розрахунок здійснюють за формулами:

$$ВПо = ВДо - ПДВ - Во;$$

$$ВПо = ЧДо - Во;$$

$$ВПо = МПо - Впер.,$$

де  $ВПо$  – сума валового операційного прибутку в аналізованому періоді;  $ВДо$  – сума валового операційного прибутку в аналізованому періоді;  $ЧДо$  – сума чистого операційного прибутку в аналізованому періоді;  $МПо$  – сума маржинального операційного прибутку;  $Во$  – сукупна сума операційних витрат;  $Впер$  – сума перемінних операційних витрат;  $ПДВ$  – сума податку на додану вартість й інших податкових платежів, що входять у ціну продукції;

3) чистий операційний прибуток. Його розрахунок здійснюють за формулами:

$$ЧПо = ВДо - ПДВ - ПП - Во;$$

$$ЧПо = ЧДо - Во - ПП;$$

$$ЧПо = МПо - Впер. - ПП;$$

$$ЧПо = ВПо - ПП,$$

де  $ЧПо$  – сума чистого операційного прибутку в аналізованому періоді;  $ВДо$  – сума валового операційного прибутку в аналізованому періоді;  $ЧДо$  – сума чистого операційного прибутку в аналізованому періоді;  $МПо$  – сума маржинального операційного прибутку;  $ВПо$  – сума валового операційного прибутку;  $Во$  – сукупна сума операційних витрат;  $Впер.$  – сума змінних операційних витрат;  $ПДВ$  – сума податку на додану вартість та інших податкових платежів, що входять у ціну продукції;  $ПП$  – сума податку з прибутку та інших обов'язкових платежів за рахунок прибутку.

У процесі управління формуванням операційного прибутку на основі системи "Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації і прибутку" підприємство вирішує такі завдання:

1. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність протягом короткого періоду.

2. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність у тривалому періоді.

Операційна діяльність у тривалому періоді, порівняно з коротким періодом, має такі відмінності:



а) із зростанням обсягу реалізації продукції періодично зростають постійні операційні витрати. Це пов'язано зі збільшенням парку використовуваних машин і устаткування, що призводить до зростання амортизаційних відрахувань; збільшення чисельності працівників апарату управління, що спричиняє зростання витрат на його утримання тощо;

б) із насиченням ринку в результаті зростання обсягу реалізації продукції підприємство змушене знижувати рівень цін, що призводить до певного зменшення темпів зростання чистого операційного прибутку;

в) за рахунок більш економічного використання сировини й матеріалів, зростання продуктивності праці операційного персоналу, укрупнення партій сировини і продукції, що закуповується, поступово знижується рівень змінних операційних витрат на одиницю продукції.

3. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованої (цільовий) суми валового операційного прибутку.

4. Визначення суми "межі безпеки" (або "запасу міцності") підприємства, тобто розміру можливого зниження обсягу реалізації продукції у вартісному вираженні при несприятливій кон'юнктурі товарного ринку, який дозволяє йому здійснювати прибуткову операційну діяльність. "Межа безпеки" ("запас міцності") визначає можливі межі маневру підприємства як у ціновій політиці, так і в зниженні натурального обсягу виробництва та реалізації продукції в процесі виконання операційної діяльності в несприятливих ринкових умовах (зниження попиту, посилення конкуренції тощо).

5. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованої цільової суми чистого операційного прибутку.

6. Визначення можливих результатів зростання суми валового операційного прибутку при оптимізації співвідношення постійних і перемінних витрат.

Таким чином, механізм управління різними видами операційного прибутку підприємства з виконанням системи «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації і прибутку» заснований на її залежності («чутливості») від таких

факторів:

- обсягу реалізації продукції у вартісному або натуральному вираженні;
- суми й рівня чистого операційного доходу;
- суми й рівня змінних операційних витрат;
- суми й рівня постійних операційних витрат;
- співвідношення постійних і змінних операційних витрат;
- суми податкових платежів, що здійснюються за рахунок прибутку.

Ці показники можуть розглядатися як основні фактори формування суми різних видів операційного прибутку, діючи на які, можна отримати необхідні результати.

Фінансовий механізм управління прибутком дозволяє суттєво впливати на рівень доходів через систему ціноутворення на продукцію підприємства. Конкретне співвідношення приросту суми операційного прибутку і суми обсягу реалізації, що досягається при визначеному коефіцієнті операційного левериджу, характеризується показником "ефект операційного левериджу". Задаючи той або інший темп приросту обсягу реалізації продукції, ми завжди можемо, використовуючи зазначену формулу, встановити, у яких розмірах зростає сума операційного прибутку при сформованому на підприємстві коефіцієнті операційного левериджу.

Управління операційним левериджем може здійснюватися шляхом впливу як на постійні, так і на змінні операційні витрати.

При управлінні постійними витратами треба мати на увазі, що високий їх рівень великою мірою визначається галузевими особливостями здійснення операційної діяльності, що визначають різноманітний рівень фондоемності виробленої продукції, диференціацію рівня механізації і автоматизації праці. Крім того, слід зазначити, що постійні витрати в меншій мірі піддаються швидкій зміні, тому підприємства, що мають високий коефіцієнт операційного левериджу, втрачають гнучкість в управлінні своїми витратами.

Проте незважаючи на ці об'єктивні обмеження, на кожному підприємстві є достатньо можливостей зниження при необхідності суми і питомої ваги

постійних операційних витрат. До числа таких резервів належить суттєве скорочення накладних витрат (витрат з управління) при несприятливій кон'юктурі товарного ринку; продаж устаткування і нематеріальних активів, що не використовуються з метою зниження потоку амортизаційних відрахувань; широке використання короткострокових форм лізингу машин і устаткування замість їх придбання у власність; скорочення обсягу споживаних комунальних послуг тощо.

При управлінні змінними витратами головним орієнтиром має бути забезпечення постійної їх економії, бо між сумою цих витрат й обсягом виробництва і реалізації продукції існує пряма залежність. Забезпечення цієї економії до подолання підприємством точки беззбитковості веде до зростання суми маржинального прибутку, що дозволяє швидше перебороти дану точку. Після подолання точки беззбитковості сума економії змінних витрат буде забезпечувати прямий приріст валового операційного прибутку. До основних резервів економії змінних витрат належить зниження чисельності робітників основного і допоміжних виробництв за рахунок забезпечення зростання продуктивності їх праці; скорочення розміру запасів сировини, матеріалів готової продукції в періоди несприятливої кон'юктури товарного ринку; забезпечення вигідних для підприємства умов постачання сировини і матеріалів тощо.

Цілеспрямоване управління постійними і змінними витратами, оперативна зміна їх співвідношення при мінливих умовах господарювання дозволяють збільшити потенціал формування операційного прибутку підприємства.

### **2.3. Дивідендна політика**

Основною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім її зростанням, що максимізує ринкову вартість підприємства і

забезпечує стратегічний його розвиток.

Виходячи з даної мети, поняття дивідендної політики можна сформулювати: дивідендна політика є складовою частиною загальної політики управління прибутком, що полягає в оптимізації пропорцій між споживаною і капіталізованою її частинами з метою максимізації ринкової вартості підприємства.

Формуванню оптимальної дивідендної політики в країнах з розвинутою ринковою економікою присвячені численні теоретичні дослідження. Найбільш поширеними теоріями, пов'язаними з механізмом формування дивідендної політики, є:

1. Теорія незалежності дивідендів. Її автори – Ф. Модільяні й М. Міллер, – які згадуються звичайно у посиланнях під аббревіатурою ММ, підтверджують, що вибрана дивідендна політика ніяк не впливає ні на ціну акцій, ні на добробут власників у поточному або перспективному періоді, оскільки ці показники залежать від суми, що формується, а не від прибутку, що розподіляється. Відповідно до цієї теорії дивідендній політиці відводиться пасивна роль у механізмі управління прибутком. Незважаючи на всі недоліки в плані практичного використання, теорія ММ стала відправним пунктом пошуку більш оптимальних рішень механізму формування дивідендної політики.

2. Теорія переваги дивідендів або "синиця в руках". Її автори – М. Гордон і Д. Лінтнер – стверджують, що кожна одиниця поточного прибутку, виплаченого у формі дивідендів коштує завжди більше, ніж прибуток, відкладений на майбутнє, у зв'язку з властивим йому ризиком. Виходячи з цієї теорії, максимізація дивідендних виплат має більшу перевагу, ніж капіталізація прибутку. Проте супротивники цієї теорії запевняють, що в більшості випадків отриманий у формі дивідендів прибуток все одно реінвестується потім в акції своєї чи аналогічної акціонерної компанії, що не дозволяє використовувати фактор ризику як аргумент на користь тієї або іншої дивідендної політики, бо чинник ризику визначається рівнем ризику господарської діяльності тієї або іншої компанії, а не характером дивідендної політики.

### 3. Теорія мінімізації дивідендів або "теорія податкових переваг".

Відповідно до цієї теорії ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними й майбутніми прибутками власників, тому що оподатковування поточних прибутків у формі одержуваних дивідендів завжди вище, ніж майбутніх. Отже дивідендна політика повинна забезпечувати мінімізацію дивідендних виплат, а відповідно – максимізацію капіталізації прибутку з тим, щоб одержати найвищий податковий захист сукупного прибутку власників. Проте такий підхід до дивідендної політики не влаштовує численних дрібних акціонерів із низьким рівнем прибутків, які постійно потребують поточних надходжень у формі дивідендних виплат, що знижує обсяг попиту на акції таких компаній, а відповідно – і ціну цих акцій, які котируються на ринку.

4. Сигнальна теорія дивідендів або "теорія сигналізації". Ця теорія побудована на тому, що основні моделі оцінки поточної реальної ринкової вартості акцій у якості базисного елемента використовують розмір дивідендів, що виплачуються по ній. Таким чином, зростання рівня дивідендних виплат визначає автоматичне зростання реальної, а відповідно – ринкової вартості акцій, що котирується. Це при їх реалізації приносить акціонерам додатковий прибуток. Крім того, виплата високих дивідендів "сигналізує" про те, що компанія знаходиться на підйомі й очікує суттєве зростання прибутку в наступному періоді. Дана теорія нерозривно пов'язана з високою "прозорістю" фондового ринку, на якому оперативно отримана інформація суттєво впливає на коливання ринкової вартості акцій.

5. Теорія відповідності дивідендної політики складу акціонерів або "теорія клієнтури". Відповідно до цієї теорії компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, що відповідає очікуванням більшості акціонерів, їх менталітету. Якщо основний склад акціонерів віддає перевагу поточному прибутку, то дивідендна політика повинна виходити з переважного напрямку прибутку на цілі поточного споживання. І навпаки, якщо основний склад акціонерів віддає перевагу збільшенню своїх майбутніх доходів, то дивідендна

політика повинна виходити з переважної капіталізації прибутку в процесі його розподілу. Та частина акціонерів, яка з такою дивідендною політикою буде не згодна, реінвестує свій капітал в акції інших компаній, у результаті чого склад "клієнтури" стане більш однорідним.

Практичне використання даних теорій дозволило виробити три підходи до формування дивідендної політики – консервативний, помірний (компромісний) і агресивний.

Консервативний підхід розкриває такі варіанти типів дивідендної політики:

1. Залишкова політика дивідендних виплат припускає, що фонд виплати дивідендів утвориться після того, як за рахунок прибутку задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечують повною мірою реалізацію інвестиційних можливостей підприємства. Якщо за наявними інвестиційними проектами рівень внутрішньої ставки прибутковості перевищує середньозважену вартість капіталу, то основна частина прибутку повинна бути спрямована на реалізацію таких проектів, бо вона забезпечить високий темп зростання капіталу (відкладеного прибутку) власників. Перевагою політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його фінансової стійкості. Недолік цієї політики полягає в нестабільності розмірів дивідендних виплат, повної непередбаченості їх розмірів, що формуються, у наступному періоді і навіть відмова від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей, що негативно позначається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Така дивідендна політика використовується звичайно тільки на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, пов'язаних з високим рівнем його інвестиційної активності.

2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат припускає виплату незмінної їх суми протягом тривалого періоду, при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції. Перевагою даної політики є її надійність, що створює почуття впевненості в акціонерів у незмінності розміру поточного прибутку незалежно від різноманітних

обставин, визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку. Недоліком цієї політики є її слабкий зв'язок із фінансовими результатами діяльності підприємства, у зв'язку з чим у періоди несприятливої кон'юнктури і низького розміру формованого прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Щоб уникнути цих негативних наслідків, стабільний розмір дивідендних виплат установлюють звичайно на низькому рівні, тому даний тип дивідендної політики належить до категорії консервативної, що мінімізує ризик зниження фінансової стійкості підприємства через недостатні темпи приросту власного капіталу.

Помірний підхід розкриває такий тип дивідендної політики, як політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди або політика "екстра-дивіденда". Її перевагою є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі й тісні зв'язки з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах із нестабільним у динаміці розміром формування прибутку. Основний недолік цієї політики полягає в тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і відповідно падає їх ринкова вартість.

Агресивний підхід розкриває такі варіанти типів дивідендної політики:

1. Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат щодо суми прибутку або нормативу розподілу прибутку на споживчу й капіталізовану її частини. Перевагою даної політики є простота її формування і тісний зв'язок з розміром формованого прибутку. Основним недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, яка обумовлена нестабільністю суми прибутку, що формується. Ця нестабільність "сигналізує" про високий рівень ризику господарської діяльності даного підприємства. Навіть при високому рівні дивідендних виплат така політика не цікавить інвесторів акціонерів, які

уникають ризику. Тільки зрілі компанії зі стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики даного типу. Якщо розмір прибутку суттєво варіює в динаміці, ця політика генерує високу загрозу банкрутства.

2. Політика постійного зростання розміру дивідендів передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат у розрахунку на одну акцію. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, в твердо установленому відсотку приросту до їх розміру в попередньому періоді. Перевагою такої політики є забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії і формування позитивного її іміджу в потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком цієї політики є відсутність гнучкості в проведенні й постійне зростання фінансового напруження. Якщо темп зростання коефіцієнта дивідендних виплат підвищується, тобто якщо фонд дивідендних виплат росте швидше, ніж сума прибутку, то інвестиційна активність підприємства скорочується, а коефіцієнти фінансової стійкості знижуються. Тому здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише реально розквітаючі акціонерні компанії. Якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку компанії, вона є вірним шляхом до банкрутства.

Дивідендна політика акціонерного товариства формується за такими етапами, як:

1. Урахування основних факторів, що визначають передумови формування дивідендної політики.
2. Вибір типу дивідендної політики відповідно до фінансової стратегії акціонерного товариства.
3. Розробка механізму розподілу прибутку відповідно до обраного типу дивідендної політики.
4. Визначення рівня дивідендних виплат на одну акцію.
5. Визначення форм виплати дивідендів.
6. Оцінка ефективності дивідендної політики.



Початковим етапом формування дивідендної політики є вивчення й оцінка факторів, що визначають цю політику. У практиці ці фактори прийнято підрозділяти на чотири групи:

1. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості підприємства. До факторів даної групи належать:

а) стадія життєвого циклу компанії. На ранніх стадіях життєвого циклу акціонерна компанія змушена більше засобів інвестувати у свій розвиток, обмежуючи виплату дивідендів;

б) необхідність розширення акціонерною компанією своїх інвестиційних програм. У періоди активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на розширене відтворення основних фондів і нематеріальних активів, потреба в капіталізації прибутку зростає;

в) ступінь готовності окремих інвестиційних проектів із високим рівнем ефективності. Окремі підготовлені проекти потребують прискореної реалізації з метою забезпечення ефективної їх експлуатації при сприятливій кон'юктурі ринку, що обумовлює необхідність концентрації власних фінансових ресурсів у ці періоди.

2. Фактори, що характеризують можливості формування фінансових ресурсів з альтернативних джерел. У даній групі факторів основними є:

а) достатність резервів власного капіталу, сформованих у попередньому періоді;

б) вартість залучення додаткового акціонерного капіталу;

в) вартість залучення додаткового позикового капіталу;

г) доступність кредитів на фінансовому ринку;

д) рівень кредитоспроможності акціонерного товариства, обумовлений його поточним фінансовим станом.

3. Фактори, пов'язані з об'єктивними обмеженнями. До факторів даної групи належать:

а) рівень оподатковування дивідендів;

б) рівень оподатковування майна підприємств;

в) досягнутий ефект фінансового левериджу, обумовлений співвідношенням власного і позикового капіталу;

г) фактичний розмір одержуваного прибутку і коефіцієнт рентабельності власного капіталу.

4. Інші фактори. У складі їх можуть бути виділені:

а) кон'юнктурний цикл товарного ринку, учасником якого є акціонерна компанія. У період підйому кон'юнктури ефективність капіталізації прибутку значно зростає;

б) рівень дивідендних виплат компаніями-конкурентами;

в) невідкладність платежів за раніше отриманими кредитами;

г) можливість втрати контролю над управлінням компанією. Низький рівень дивідендних виплат може призвести до зниження ринкової вартості акцій компанії, що збільшує ризик фінансового захоплення акціонерної компанії конкурентами.

Оцінка даних факторів дозволяє визначити вибір того або іншого типу дивідендної політики на найближчий перспективний період.

Механізм розподілу прибутку акціонерного товариства відповідно до обраного типу дивідендної політики передбачає таку послідовність дій: на першому етапі із суми чистого прибутку вилучаються обов'язкові відрахування в резервний та інші фонди спеціального призначення, передбачені статутом товариства. Сума чистого прибутку, за мінусом обов'язкових відрахувань, є так званим "дивідендним коридором", у рамках якого реалізується відповідний тип дивідендної політики.

На другому етапі частина чистого прибутку, що залишилася, розподіляється на капіталізованому і споживчу частини. Якщо акціонерне товариство притримується залишкового типу дивідендної політики, то в процесі цього етапу розрахунків пріоритетним завдання є формування фонду виробничого розвитку і навпаки.

На третьому етапі сформований за рахунок прибутку фонд споживання розподіляється на фонд дивідендних виплат і фонд споживання персоналу

акціонерного товариства, що передбачає додаткове матеріальне стимулювання працівників і задоволення їх соціальних потреб. Основою такого розподілу є обраний тип дивідендної політики і зобов'язання акціонерного товариства за колективним договором.

Важливим етапом формування дивідендної політики є вибір форм виплати дивідендів. Основними з таких форм є:

1. Виплати дивідендів готівкою (чеками). Це найбільш проста і найпоширеніша форма здійснення дивідендних виплат.

2. Виплата дивідендів акціями. Така форма передбачає надання акціонерам дивідендні виплати знову емітувати в акції. Вона має інтерес для акціонерів, менталітет яких орієнтований на ріст капіталу в наступному періоді. Акціонери, що вважають за краще поточний прибуток, можуть продати в цих цілях додаткові акції на ринку.

3. Автоматичне реінвестування. Дана форма виплати надає акціонерам право індивідуального вибору – одержати дивіденди готівкою або реінвестувати їх у додаткові акції. У цьому випадку акціонер вкладає з компанією або обслуговуючою її брокерською конторою відповідну угоду.

4. Викуп акцій компанією. Він розглядається як одна з форм реінвестування дивідендів, відповідно до якої на суму дивідендного фонду компанія скуповує на фондовому ринку частину акцій, що вільно обертаються. Це дозволяє автоматично збільшувати розмір прибутку на одну акцію, що залишилася і підвищувати коефіцієнт дивідендних виплат у наступному періоді. Така форма використання дивідендів потребує згоди акціонерів.

Для оцінки ефективності дивідендної політики акціонерного товариства використовують такі показники:

- а) коефіцієнт дивідендних виплат;
- б) коефіцієнт співвідношення ціни і прибутку за акцією.

При оцінці ефективності дивідендної політики можуть бути використані також показники динаміки ринкової вартості акцій.

## 2.4. Емісійна політика

Основною метою емісійної політики є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових засобів у мінімально можливі терміни. Емісійна політика підприємства є частиною загальної політики формування власних фінансових ресурсів, що полягає в забезпеченні залучення необхідного їх обсягу за рахунок випуску й розміщення на фондовому ринку власних акцій.

Розробка ефективної емісійної політики підприємства включає такі етапи:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення запропонованої емісії акцій.
2. Визначення цілей емісії.
3. Визначення обсягу емісії.
4. Визначення номіналу, видів і кількості акцій, що емітуються.
5. Оцінка вартості акціонерного капіталу, що залучається.
6. Визначення ефективних форм андеррайтингу.

Дослідження можливостей ефективного розміщення запропонованої емісії акцій. Рішення про первинну або додаткову емісію акцій можна прийняти лише на основі всебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку й оцінки інвестиційної привабливості своїх акцій.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку включає характеристику стану попиту і пропозиції акцій, динаміку рівня цін їх котирування, обсягів продажу акцій нових емісії та ряду інших показників. Результатом проведення такого аналізу є визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії і оцінка його потенціалу поглинання обсягів акцій, що емітуються.

Визначення цілей емісії. У зв'язку з високою вартістю залучення власного капіталу із зовнішніх джерел цілі емісії повинні бути достатньо вагомими з позицій стратегічного розвитку підприємства і можливостей суттєвого підвищення його ринкової вартості в наступному періоді. Основними з таких цілей є:

- а) реальне інвестування, пов'язане з галузевою, підгалузевою і

регіональною диверсифікацією виробничої діяльності (створення мережі нових філій, дочірніх фірм, нових виробництв з великим обсягом випуску продукції тощо);

б) необхідність суттєвого покращання структури капіталу, що використовується:

- підвищення частини власного капіталу з метою зростання рівня фінансової стійкості;

- забезпечення більш високого рівня власної кредитоспроможності й зниження за рахунок цього вартості залучення позикового капіталу;

- підвищення ефекту фінансового левериджу тощо;

в) поглинання інших підприємств з метою одержання ефекту синергізму (участь у приватизації сторонніх державних підприємств також може розглядатися як варіант їхнього поглинання, якщо при цьому забезпечується придбання контрольного пакету акцій або переважної частини в статутному фонді);

г) інші цілі, що потребують швидкої акумуляції значного обсягу власного капіталу.

Визначення обсягу емісії. При визначенні обсягу емісії треба виходити з раніше розрахованої потреби в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

Визначення номіналу, видів і кількості акцій, що емітуються. Номінал акцій визначають з урахуванням основних категорій майбутніх їх покупців: найбільші номінали акцій орієнтовані на їх придбання інституційними інвесторами, а найменші – на придбання населенням. Якщо такий випуск визнаний доцільним, то встановлюється співвідношення простих і привілейованих акцій. При цьому слід мати на увазі, що відповідно до чинного законодавства частина привілейованих акцій не може перевищувати 10 % загального обсягу емісії. Кількість акцій, що емітуються, визначають, виходячи з обсягу емісії та номіналу однієї акції. У процесі однієї емісії може бути встановлений лише один варіант номіналу акцій.

Оцінка вартості акціонерного капіталу, що залучається. Оцінка здійснюється за параметрами:

а) припустимим рівнем дивідендів, що визначається виходячи з вибраного типу дивідендної політики;

б) витратами щодо випуску акцій і розміщенню емісії, що приведені до середньорічного розміру.

Розрахункова вартість капіталу, що залучається, співставляється з фактичною середньозваженою вартістю капіталу і середнім рівнем ставки відсотка на ринку капіталу. Тільки після цього приймається остаточне рішення про здійснення емісії акцій.

Визначення ефективних форм андерайтингу. Для того, щоб швидко й ефективно провести відкрите розміщення обсягу акцій, що емітується, необхідно визначити склад андерайтерів, узгодити з ними ціни початкового котирування акцій і розмір комісійної винагороди, забезпечити регулювання обсягів продажу акцій відповідно до потреб у потоку надходження фінансових засобів, що забезпечують підтримку ліквідності вже розміщених акцій на початковому етапі їх обертання.

### **Питання для самоперевірки**

1. Охарактеризувати форми функціонування власного капіталу підприємства.

2. Охарактеризувати склад основних джерел формування власних фінансових ресурсів підприємства.

3. Розкрити особливості політики формування власних фінансових ресурсів підприємства.

4. Охарактеризувати теорії, пов'язані з механізмом формування дивідендної політики.

5. Розкрити поняття дивідендної політики

5. Розкрити особливості емісійної політики.

## ТЕМА 3

### ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА

#### 3.1. Залучення позикових засобів

Позиковий капітал, що використовується підприємством, характеризує в сукупності обсяг його фінансових зобов'язань.

У процесі розвитку підприємства в міру погашення його фінансових зобов'язань виникає потреба в залученні нових позикових засобів. Джерела й форми залучення позикових засобів підприємством дуже різноманітні.

Класифікація позикових засобів:

За цілями залучення:

1. Позикові засоби, що залучаються для забезпечення відтворення позаоборотних активів.
2. Позикові засоби, що залучаються для поповнення оборотних активів.
3. Позикові засоби, що залучаються для задоволення інших господарських або соціальних потреб.

За джерелами залучення :

1. Позикові засоби, що залучаються із зовнішніх джерел.
2. Позикові засоби, що залучаються з внутрішніх джерел (внутрішня кредиторська заборгованість).

За періодом залучення:

1. Позикові засоби, що залучаються на довгостроковий період (більше 1 року).
2. Позикові засоби, що залучаються на короткостроковий період (до 1 року).

За формами залучення:

1. Позикові засоби, що залучаються у грошовій формі (фінансовий кредит).
2. Позикові засоби, що залучаються у формі устаткування (фінансовий

лізинг).

3. Позикові засоби, що залучаються в товарній формі (товарний або комерційний кредит).

4. Позикові засоби, що залучаються в інших матеріальних або нематеріальних формах.

За формами забезпечення:

1. Незабезпечені позикові засоби.

2. Позикові засоби, забезпечені порукою або гарантією.

3. Позикові засоби, забезпечені заставою.

Процес формування політики залучення підприємством позикових засобів включає такі етапи:

1. Аналіз залучення використання позикових засобів у попередньому періоді.

2. Визначення цілей залучення позикових засобів у майбутньому періоді.

3. Визначення граничного обсягу залучення позикових засобів.

4. Оцінка вартості залучення позикового капіталу з різних джерел.

5. Визначення співвідношення обсягу позикових засобів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі.

6. Визначення форм залучення позикових засобів.

7. Визначення складу основних кредиторів.

8. Формування ефективних умов залучення кредитів.

9. Забезпечення ефективного використання залучених кредитів.

10. Забезпечення своєчасних розрахунків за отримані кредити.

Аналіз залучення і використання позикових засобів у попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення обсягу, складу і форм залучення позикових засобів підприємством, а також оцінка ефективності їх використання.

На першому етапі аналізу вивчають динаміку загального обсягу залучення позикових засобів у періоді; що аналізується, темпи цієї динаміки порівнюються з темпами приросту суми власних фінансових ресурсів, обсягів



операційної та інвестиційної діяльності, загальної суми активів підприємства.

На другому етапі аналізу визначають основні форми залучення позикових засобів, аналізують в динаміці: питому вагу сформованого фінансового кредиту, товарний кредит і внутрішню кредиторську заборгованість в загальній сумі позикових засобів, що використовуються підприємством.

На третьому етапі аналізу визначають співвідношення обсягів позикових засобів за період їх залучення. З цією метою проводиться відповідне угруповання позикового капіталу, вивчається динаміка співвідношення коротко- і довгострокових позикових засобів і їх відповідність обсягу оборотних і позаоборотних активів, що використовуються підприємством.

На четвертій стадії аналізу вивчають склад конкретних кредиторів підприємства й умови надання ними різних форм фінансового і товарного кредитів. Ці умови аналізують з позицій кон'юнктури фінансового і товарного ринків.

На п'ятій стадії аналізу вивчають ефективність використання позикових засобів у цілому й окремих їх форм на підприємстві. З цією метою використовують показники оборотності та рентабельності позикового капіталу. Перша група цих показників порівнюється, у процесі аналізу із середнім періодом обороту власного капіталу.

Результати проведеного аналізу є основою оцінки доцільності використання позикових засобів на підприємстві у сформованих обсягах і формах.

Визначення цілей залучення позикових засобів у майбутньому періоді.

Основними цілями залучення позикових засобів підприємствами є:

- а) поповнення необхідного обсягу постійної частини оборотних активів;
- б) забезпечення формування перемінної частини оборотних активів;
- в) формування недостатнього обсягу інвестиційних ресурсів;
- г) забезпечення соціально-побутових потреб своїх робітників.

Визначення граничного обсягу залучення позикових засобів.

Максимальний обсяг цього залучення диктується такими умовами:

1. Граничним ефектом фінансового левериджу;
2. Забезпеченням достатньої фінансової стійкості підприємства;
3. Оцінкою вартості залучення позикового капіталу з різних джерел.
4. Визначенням співвідношення обсягу позикових засобів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі.

На довгостроковий період (понад 1 рік) позикові засоби залучаються, як правило, для розширення обсягу власних основних засобів і формування відсутнього обсягу інвестиційних ресурсів. На короткостроковий період позикові засоби залучають для всіх інших цілей.

Повний термін використання позикових засобів є періодом часу з початку їх надходження до остаточного погашення всієї суми боргу. Він містить у собі три тимчасових періоди:

- а) термін корисного використання;
- б) пільговий (граціонний) період;
- в) термін погашення.

Термін корисного використання – це період часу, протягом якого підприємство безпосередньо використовує надані позикові засоби у своїй господарській діяльності;

Пільговий (граціонний) період – це період часу з моменту закінчення корисного використання позикових засобів до початку погашення боргу. Він служить резервом часу для акумуляції необхідних фінансових засобів;

Термін погашення – це період часу, протягом якого відбувається повна виплата основного боргу і відсотків за використання позикових засобів. Цей показник використовують в тих випадках, коли виплата основного боргу і відсотків здійснюється неодноразово після закінчення терміну використання позикових засобів, а частинами – протягом певного періоду часу, що передбачений графіком.

Розрахунок повного терміну використання позикових засобів здійснюється в розрізі перерахованих елементів, виходячи з цілей їх використання і сформованої на фінансовому ринку практики встановлення

пільгового періоду і терміну погашення.

Середній термін використання позикових засобів є середнім розрахунковим періодом, протягом якого вони використовуються підприємством, і визначається за кожним цільовим напрямом залучення цих засобів, за обсягом їх залучення на коротко- і довгостроковій основі, за сумою позикових засобів, що залучається в цілому.

Співвідношення позикових засобів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі, може бути оптимізовано також з урахуванням вартості їх залучення.

Визначення форм залучення позикових засобів. Ці форми диференціюються в розрізі фінансового кредиту, товарного кредиту, інших форм. Вибір форм залучення позикових засобів підприємство здійснює, виходячи з цілей і специфіки своєї господарської діяльності.

Визначення складу основних кредиторів. Цей склад визначається формами залучення позикових засобів. Основними кредиторами підприємства є звичайно його постійні постачальники, з якими встановлені тривалі комерційні зв'язки, а також комерційний банк, який здійснює його розрахунково-касове обслуговування.

Формування ефективних умов залучення кредитів. До найважливіших з цих умов належать:

- а) термін надання кредиту;
- б) ставка відсотка за кредит;
- в) умови виплати суми відсотка;
- г) умови виплати основної суми боргу;
- д) інші умови, пов'язані з одержанням кредиту.

Термін надання кредиту є однією з визначальних умов його залучення. Оптимальним вважається термін надання кредиту, протягом якого реалізується мета його залучення, наприклад, іпотечний кредит – на термін реалізації інвестиційного проекту, товарний кредит – на період повної реалізації закуплених товарів тощо.

Ставка відсотка за кредит характеризується трьома параметрами: її формою, видом і розміром.

За формами розрізняють процентну ставку (для нарощування суми боргу) і дисконтну ставку (для дисконтування суми боргу). Якщо розмір даних ставок однаковий, то перевага повинна бути віддана процентній ставці, тому що в цьому випадку витрати щодо обслуговування боргу будуть меншими.

За видами розрізняють фіксовану ставку відсотка, що встановлюється на весь термін кредиту, і плаваючу ставку відсотка з періодичним переглядом її розміру залежно від зміни облікової ставки центрального банку, темпів інфляції і кон'юнктури фінансового ринку. Час, протягом якого ставка відсотка залишається незмінною, називається процентним періодом. В умовах інфляції для підприємства кращою є фіксована або плаваюча ставка з високим процентним періодом.

Розмір ставки відсотка за кредит є визначальною умовою при оцінці його вартості. За товарним кредитом він приймається при оцінці в розмірі цінової знижки продавця за здійснення негайного розрахунку за поставлені товари, вираженої в річному обчисленні.

Умови виплати суми відсотка характеризуються порядком виплати його суми. Цей порядок зводиться до трьох принципових варіантів: виплати всієї суми відсотка в момент надання кредиту; виплати суми відсотка рівномірними частинами; виплати всієї суми відсотка в момент сплати основної суми боргу при погашенні кредиту. За інших рівних умов кращим є третій варіант.

Умови виплати основної суми боргу характеризуються передбаченими періодами його повернення. Ці умови також зводяться до трьох принципових варіантів: часткового повернення основної суми боргу протягом загального періоду функціонування кредиту; повного повернення всієї суми боргу після закінчення терміну використання кредиту; повернення основної або частини суми боргу з наданням пільгового періоду після закінчення терміну корисного використання кредиту.

Забезпечення ефективного використання залучених кредитів. Критерієм

такої ефективності виступають показники оборотності й рентабельності позикового капіталу.

Забезпечення своєчасних розрахунків за отримані кредити. З метою цього забезпечення за найбільш значними кредитами може заздалегідь резервуватися спеціальний поворотний фонд. Платежі щодо обслуговування кредитів включаються у платіжний календар і контролюються в процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

На підприємствах, які залучають великий обсяг позикових засобів у формі фінансового і товарного кредиту, загальна політика залучення позикових засобів може бути деталізована в розрізі вказаних форм кредиту.

### **3.2. Залучення банківського кредиту**

При розширенні господарської діяльності підприємства пріоритетна роль належить банківському кредиту. Під банківським кредитом розуміються кошти, надані банком у борг клієнту для цільового використання на певний термін під визначений відсоток.

Банківський кредит надається підприємствам на сучасному етапі в таких видах:

1. Бланковий (незабезпечений кредит).
2. Контокорентний кредит (овердрафт).
3. Сезонний кредит із щомісячною амортизацією боргу.
4. Відкриття кредитної лінії.
5. Револьверний (автоматично поновлювальний) кредит.
6. Онкольний кредит.
7. Ломбардний кредит.
8. Іпотечний кредит.
9. Роллеверний кредит.
10. Консорціумний (консорціальний) кредит.

Бланковий (незабезпечений) кредит під здійснення окремих

господарських операцій, як правило, дають комерційним банком, який здійснює розрахунково-касове обслуговування підприємства. Хоча формально він має незабезпечений характер, але фактично забезпечується розміром дебіторської заборгованості підприємства і його засобів на розрахунковому та інших рахунках у цьому ж банку. Крім того, даний вид кредиту є звичайно "тим, що сам ліквідується", бо здійснена при його посередництві господарська операція генерує при її завершенні грошовий потік, достатній для його повного погашення. Даний вид кредиту дається, як правило, тільки на короткостроковий період.

Контокорентний кредит (овердрафт) надається банком під забезпечення, але ця вимога не є обов'язковою. При наданні цього кредиту банк відкриває підприємству контокорентний рахунок, на якому враховуються як кредитні, так і розрахункові його операції. Контокорентний рахунок використовується як джерело кредиту в обсязі, що не перевищує встановлене в кредитному договорі максимальне негативне сальдо (контокорентний ліміт). За негативним залишком контокорентного рахунку підприємство сплачує банку встановлений кредитний відсоток; при цьому договором може бути визначено, що за позитивним залишком цього рахунку банк нараховує підприємству депозитний відсоток. Сальдування надходжень і виплат за контокорентним рахунком підприємства відбувається через установлені договором проміжки часу з розрахунками кредитних платежів.

Сезонний кредит із щомісячною амортизацією боргу дається на формування змінної частини оборотних активів на період їх зростання у зв'язку із сезонними потребами підприємства. Його особливість полягає в тому, що поряд із щомісячним обслуговуванням цього кредиту (щомісячною виплатою відсотка за ним) кредитним договором передбачається і щомісячна амортизація (погашення) основної суми боргу. Перевага даного виду кредиту полягає в ефективному використанні отриманих фінансових ресурсів у розмірах, що обумовлені реальними потребами підприємства.

Відкриття кредитної лінії. Потреба в короткостроковому банківському

кредиті не завжди може бути передбачена з прив'язкою до конкретних термінів його використання, тому договір про кредит підприємство може оформити з банком у формі відкриття кредитної лінії. У даному договорі обумовлюються терміни, умови і гранична сума надання банківського кредиту, коли в ньому виникає реальна потреба. Як правило, банк установлює розмір комісійної винагороди (комісійний відсоток) за свої фінансові зобов'язання щодо надання кредиту в обсязі невикористаного ліміту кредитної лінії. Для підприємства перевага даного виду кредиту полягає в тому, що воно використовує позикові засоби відповідно до своїх реальних потреб у них. Звичайно кредитна лінія відкривається на термін до одного року. Особливістю цього виду банківського кредиту є те, що він не має характеру безумовного контрактного зобов'язання і може бути скасований банком при погіршенні фінансового стану підприємства-клієнта.

Револьверний (автоматично поновлювальний) кредит надається на певний період, протягом якого вирішується як поетапна "вибірка" кредитних засобів, так і поетапне часткове або повне погашення зобов'язань за ним (амортизація суми основного боргу).

Онкольний кредит надається позичальнику без вказівки терміну його використання в рамках короткострокового кредитування. Згідно з даним зобов'язанням кредит треба погасити на першу вимогу кредитора. При погашенні цього кредиту звичайно надається пільговий період (у практиці – до трьох днів).

Ломбардний кредит може бути отриманий підприємством під заставу високоліквідних активів: векселів, державних короткострокових облігацій тощо, що на період кредитування передаються банку. Цей вид кредиту має короткостроковий характер.

Іпотечний кредит може бути отриманий від банків, що спеціалізуються на видачі довгострокових позик під заставу основних засобів або майнового комплексу підприємств у цілому ("іпотечних банків"). Підприємство, яке передає в заставу своє майно, зобов'язане застрахувати його в повному обсязі

на користь банку. При цьому закладене в банку майно продовжує використовуватися підприємством. В умовах різкого скорочення видачі підприємствам незабезпечених банківських позик іпотечний кредит стає основною формою довгострокового банківського кредитування.

Роллеверний кредит є одним з видів довгострокового кредиту з процентною ставкою, що періодично переглядається у зв'язку зі зміною кон'юнктури фінансового ринку. В європейській практиці перегляд процентної ставки здійснюється один раз у квартал або півріччя (в умовах високої інфляції і частой зміни дисконтної ставки центрального банку періодичність перегляду процентних ставок за кредит може бути більш частою).

Консорціумний (консорціальний) кредит. Кредитна політика банку, система встановлених нормативів кредитування або високий рівень ризику іноді не дозволяють йому повною мірою задовольнити високу потребу підприємства-клієнта в кредиті.

### **3.3. Фінансовий лізинг**

Фінансовий лізинг характеризується складною системою економічних відносин – орендних, торгових, кредитних тощо. Особливості фінансового лізингу є однією з форм фінансового кредиту.

На сучасному етапі довгострокове банківське кредитування підприємств зведено до мінімуму. Це є серйозним гальмом у здійсненні підприємствами інвестиційної діяльності, пов'язаної з відновленням і розширенням складу їх позаоборотних активів. Використання в цих цілях фінансового лізингу дозволяє значною мірою задовольнити потреби підприємства в залученні довгострокового кредиту.

Фінансовий лізинг забезпечує повний обсяг задоволення конкретної цільової потреби підприємства в позикових засобах. Використання фінансового лізингу в конкретних цілях відновлення і розширення складу активної частини операційних позаоборотних активів дозволяє підприємству повністю



виключити інші форми фінансування цього процесу за рахунок як власного, так і позикового капіталу, знижує залежність підприємства від банківського кредитування.

Фінансовий лізинг автоматично формує повне забезпечення кредиту, що знижує вартість його залучення. Формою такого забезпечення кредиту є самий лізингований актив, що у разі фінансової неспроможності (банкрутства) підприємства може бути реалізований кредитором з метою відшкодування невикраденої частини лізингових платежів і суми неустойки за угодою. Додатковою формою такого забезпечення кредиту є обов'язкове страхування лізингового активу лізингоотримувачем (рентером) на користь лізингодавця (ліссора).

Фінансовий лізинг забезпечує покриття "податковим щитом" усього обсягу кредиту, що залучається.

Лізингові платежі, які забезпечують амортизацію всієї суми основного боргу за кредитом, що залучається, входять до складу витрат підприємства і зменшують відповідним чином суму його оподаткованого прибутку. За банківським кредитом аналогічний "податковий щит" поширюється лише на платежі щодо обслуговування кредиту, а не на суму основного боргу за ним. Крім того, визначена система податкових пільг поширюється і на лізингодавця.

Фінансовий лізинг забезпечує більш широкий діапазон форм платежів, пов'язаних з обслуговуванням боргу.

На відміну від банківського кредиту, де обслуговування боргу і повернення основної його суми здійснюється у формі грошових платежів, фінансовий лізинг передбачає можливість здійснення таких платежів в інших формах, наприклад, у формі постачань продукції, зробленої за участю лізингованих активів.

Фінансовий лізинг забезпечує велику гнучкість в термінах платежів, пов'язаних з обслуговуванням боргу.

На відміну від традиційної практики обслуговування і погашення банківського кредиту фінансовий лізинг надає підприємству можливість

здійснення лізингових платежів за більш широким діапазоном схем з урахуванням характеру використання лізингового активу, терміну його використання тощо. У цьому відношенні фінансовий лізинг є для підприємства більш кращим кредитним інструментом.

Фінансовий лізинг характеризується більш спрощеною процедурою оформлення кредиту порівняно з банківською.

Як свідчить сучасний вітчизняний і закордонний досвід, при лізинговій угоді обсяг витрат часу і перелік необхідної фінансової документації суттєво нижче, ніж при оформленні договору з банком про надання довгострокового фінансового кредиту.

Фінансовий лізинг забезпечує зниження вартості кредиту за рахунок ліквідаційної вартості лізингового активу.

При фінансовому лізингу після завершення лізингового періоду відповідний актив передається у власність лізингоотримувача, який після повної його амортизації може реалізувати його за ліквідною вартістю.

Фінансовий лізинг не потребує формування на підприємстві фонду погашення основного боргу в зв'язку з поступовістю його амортизації.

При фінансовому лізингу обслуговування основного боргу і його амортизації здійснюється одночасно (тобто включені до складу лізингових платежів у комплексі), із закінченням лізингового періоду вартість основного боргу за лізингованим активом зводиться до нуля. Це рятує підприємство від необхідності відволікання власних фінансових ресурсів на формування фонду погашення.

Перераховані кредитні аспекти фінансового лізингу визначають його як досить привабливий кредитний інструмент у процесі залучення підприємством позикового капіталу для забезпечення економічного розвитку.

Управління фінансовим лізингом на підприємстві пов'язано з використанням різних його видів.

Прямий лізинг має дві форми. Перша форма прямого лізингу здійснюється між лізингодателем і лізингоотримувачем без посередників, що значно знижує

витрати на здійснення лізингової операції і спрощує процедуру укладання лізингової угоди. Другою формою прямого лізингу є так званий поворотний лізинг, при якому підприємство продає відповідний свій актив майбутньому лізингодавцю, а потім само орендує цей актив. При обох формах прямого лізингу участь третіх осіб у лізинговій операції не передбачається.

Непрямий лізинг характеризує лізингову операцію, при якій передача арендованого майна лізингоотримувачу здійснюється через посередників, як правило, лізингову компанію. У вигляді непрямого лізингу виконується в даний час переважна частина операцій фінансового лізингу.

*За регіональною належністю учасників лізингової операції* виділяють внутрішній і зовнішній (міжнародний) лізинг.

Внутрішній лізинг характеризує лізингову операцію, всі учасники якої є резидентами даної країни.

Зовнішній (міжнародний) лізинг пов'язаний з лізинговими операціями, які здійснюються учасниками з різних країн. На сучасному етапі зовнішній фінансовий лізинг використовується, як правило, при вдосконаленні лізингових операцій спільними підприємствами за участю іноземного капіталу.

*За лізинговим об'єктом* виділяють лізинг рухомого і нерухомого майна.

Лізинг рухомого майна є основною формою лізингових операцій, законодавчо регульованих у нашій країні. Як правило, об'єктом такого виду фінансового лізингу є машини й устаткування, що входить до складу операційних основних засобів.

Лізинг нерухомого майна полягає в покупці або будівництві за дорученням лізингоотримувача окремих об'єктів нерухомості виробничого, соціального або іншого призначення з їх передачею йому на умовах фінансового лізингу. Цей вид лізингу ще не одержав поширення в нашій країні.

*За формами лізингових платежів* розрізняють грошовий, компенсаційний і змішаний види лізингу.

Грошовий лізинг характеризує платежі за лізинговою угодою винятково в грошовій формі. Даний вид лізингу є найбільш поширеним у системі

здійснення підприємством фінансового лізингу.

Компенсаційний лізинг передбачає можливість здійснення лізингових платежів підприємством у формі постачань продукції (товарів, послуг), виробленої при використанні лізингованих активів.

Змішаний лізинг характеризується сполученням платежів за лізинговою угодою як у грошовій, так і в товарній формі.

*За складом лізингодавців (ліссорів)* виділяють індивідуальний і роздільний лізинг.

Індивідуальний лізинг характеризує лізингову операцію, в якій лізингодавець повністю фінансує виробництво або покупку переданого в оренду майна.

Роздільний лізинг (леверидж-лізинг) характеризує лізингову угоду, в якій лізингодавець придбає об'єкт оренди частково за рахунок власного капіталу, а частково – за рахунок позикового. Такий вид лізингу притаманний значним капіталоемким лізинговим операціям зі складним багатоканальним фінансуванням переданого в оренду майна.

З урахуванням викладених вище видів фінансового лізингу організовується процес управління їм на підприємстві. Основною метою управління фінансовим лізингом з позицій залучення підприємством позикового капіталу є мінімізація потоку платежів щодо обслуговування кожної лізингової операції.

Процес управління фінансовим лізингом на підприємстві здійснюється за такими етапами:

1. Вибір об'єкта фінансового лізингу.
2. Вибір виду фінансового лізингу.
3. Узгодження з лізингодавцем умов здійснення лізингової операції.
4. Оцінка ефективності лізингової операції.
5. Організація контролю за своєчасним здійсненням лізингових платежів.
6. Вибір об'єкта фінансового лізингу.

Такий вибір визначається необхідністю відновлення або розширення

складу операційних позаоборотних активів підприємства з урахуванням оцінки інноваційних якостей окремих альтернативних їх видів.

Вибір виду фінансового лізингу. В основі цього вибору лежить класифікація видів фінансового лізингу й оцінка таких факторів:

- країна-виробник продукції, що є об'єктом фінансового лізингу;
- ринкова вартість об'єкта фінансового лізингу;
- розвиненість інфраструктури регіонального лізингового ринку;
- сформована практика здійснення лізингових операцій за аналогічними об'єктами лізингу;
- можливості ефективного використання лізингоотримувачем активу, що є об'єктом лізингу.

У процесі вибору виду фінансового лізингу враховується механізм придбання лізингованого активу, що зводиться до трьох альтернативних варіантів:

а) підприємство-лізингоотримувач самостійно здійснює вибір необхідного йому об'єкта лізингу і конкретного виробника-продавця майна, а лізингодавець, оплативши його вартість, передає це майно в користування лізингоотримувачу на умовах фінансового лізингу. Ця схема застосовується і до поворотного лізингу;

б) підприємство-лізингоотримувач доручає вибір необхідного йому об'єкта лізингу своєму потенційному лізингодавцю, який після його придбання передає його підприємству на умовах фінансового лізингу. Така схема найчастіше використовується при зовнішньому лізингу;

в) лізингодавець наділяє підприємство-лізингоотримувача повноваженнями свого агента за замовленням передбаченого об'єкта лізингу в його виробника і після його оплати передає придбане їм майно лізингоотримувачу на умовах фінансового лізингу. Така схема найчастіше використовується при внутрішньому лізингу.

Таким чином, процес вибору виду фінансового лізингу сполучається з процесом вибору і потенційного лізингодавця.

Узгодження з лізингодавцем умов здійснення лізингової угоди. Це найбільш відповідальний етап управління фінансовим лізингом, який визначає ефективність майбутньої лізингової операції. У процесі даного етапу управління погоджуються такі умови:

1. Термін лізингу.
2. Загальна сума лізингової операції.
3. Умови страхування.
4. Форма лізингових платежів.
5. Графік здійснення лізингових платежів.
6. Система штрафних санкцій за прострочений платіж.
7. Умови закриття угоди при фінансовій неспроможності лізингоотримувача.

Термін лізингу. Термін лізингу визначається загальним періодом амортизації лізингованого майна. За міжнародними стандартами він не може бути нижче періоду 75 %-ї амортизації об'єкта лізингу, з наступним його продажем лізингоотримувачу за залишковою або ліквідаційною вартістю.

Загальна сума лізингової операції. Розмір цієї суми повинен забезпечувати відшкодування лізингодавцю усіх витрат щодо придбання об'єкта лізингу; кредитного відсотка за відволікання на тривалий період грошових ресурсів; комісійної винагороди, що покриває його операційні витрати щодо обслуговування лізингової операції; податкові платежі, що забезпечують одержання чистого прибутку.

Умови страхування лізингованого майна. Відповідно до діючої практики страхування майна – об'єкта лізингу здійснює лізингоотримувач на користь лізингодавця. Окремі аспекти цього страхування підлягають узгодженню сторін.

Форма лізингових платежів. При непрямому фінансовому лізингу грошова форма лізингових платежів є, як правило, обов'язковою умовою, а при прямому – за узгодженням сторін можуть припускатися компенсаційні платежі у формі товарів і послуг.

Графік здійснення лізингових платежів. За термінами внесення цих платежів розрізняють:

- рівномірний потік лізингових платежів;
- прогресивний, наростаючий за розмірами, потік лізингових платежів;
- регресивний, знижується за розмірами потік лізингових платежів;
- нерівномірний потік лізингових платежів (із нерівномірними періодами і розмірами їх виплат).

При узгодженні графіка здійснення лізингових платежів підприємство повинно виходити зі своїх фінансових можливостей, розміру й періодичності генеруючих грошових потоків з використанням лізингованих активів, а також прагнути до мінімізації загального розміру лізингових платежів у діючій вартості. Така мінімізація забезпечується шляхом порівняння дисконтованих потоків лізингових платежів різних видів.

Система штрафних санкцій за прострочення лізингових платежів. Звичайно такі штрафні санкції використовують у формі пені за кожний день прострочення чергового платежу.

Умови закриття угоди при фінансовій неспроможності лізингоотримувача. За умовами фінансового лізингу договір не може бути розірваний з ініціативи лізингоотримувача, за винятком випадку, коли лізингодавцем не були дотримані умови придбання і постачання лізингованого майна. Якщо ж лізингоотримувач у процесі дії договору внаслідок фінансової неспроможності був оголошений банкрутом, то сума закриття угоди містить у собі невикладену частину загальної суми лізингових платежів, суму пені за прострочення платежів, а також неустойку, визначену договором. Відшкодування суми закриття лізингової угоди здійснюється страховою компанією або за рахунок проданого майна підприємства-банкрута.

Оцінка ефективності лізингової операції. Така оцінка проводиться шляхом порівняння дійсної вартості грошового потоку при лізинговій операції з грошовим потоком за аналогічним видом банківського кредитування.

Організація контролю за своєчасним здійсненням лізингових платежів.

Лізингові платежі включають в розроблюваний підприємством платіжний календар і контролюють у процесі моніторингу його поточної фінансової діяльності.

### **3.4. Облігаційні позики**

Одним з джерел залучення позикових засобів є емісія підприємством власних облігацій. До цього джерела формування позикового капіталу, відповідно до нашого законодавства, можуть звертатися підприємства, створені у формі акціонерних та інших видів господарських товариств. Останні можуть випускати облігації тільки після того, як повністю оплачені випущені акції.

Рішення про випуск облігацій підприємство приймає самостійно. Засоби від розміщення облігацій направляються підприємством, як правило, на фінансування свого стратегічного розвитку.

Як кредитний інструмент облігації мають переваги й недоліки.

Залучення позикових фінансових ресурсів шляхом випуску облігацій має такі переваги:

а) емісія облігацій не веде до втрати контролю над управлінням підприємством, як у разі випуску акцій;

б) облігації можуть бути випущені при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за відсотками, тому що вони забезпечуються майном підприємства і мають пріоритет у задоволенні претензій за ними у випадку банкрутства підприємства;

в) облігації мають більшу можливість поширення, ніж акції підприємства, внаслідок меншого рівня їх ризику для інвесторів.

Водночас це джерело залучення фінансових засобів має і ряд недоліків:

а) облігації не можуть бути випущені для формування статутного фонду і покриття збитків;

б) емісія облігацій пов'язана із суттєвими витратами фінансових засобів і потребує тривалого часу. У зв'язку з високим рівнем витрат з випуску і



розміщення облігацій їх емісія виправдана лише на велику суму, що можуть собі дозволити тільки великі підприємства;

в) рівень фінансової відповідальності підприємства за своєчасну виплату відсотків і суми основного боргу дуже високий, тому що стягнення цих сум при суттєвому простроченні платежів реалізується через механізм банкрутства;

г) після випуску облігацій під час зміни кон'юнктури фінансового ринку середня ставка позикового відсотка може стати значно нижче, ніж установлений відсоток виплат за облігацією. У даному разі додатковий прибуток одержить не підприємство, а інвестори.

Емітовані підприємством облігації можуть мати різноманітні види.

За особливостями реєстрації і обертання:

1. Іменні облігації.
2. Облігації на пред'явника.

За формами виплати прибутків:

1. Процентні облігації.
2. Дисконтні облігації.

За терміном погашення:

1. Короткострокові (до 1 року).
2. Довгострокові (понад 1 рік).

За можливістю дострокового викупу:

1. Відкличні облігації.
2. Безвідкличні облігації.

З урахуванням потреб підприємства в позиковому капіталі і розглянутій класифікації облігацій формується процес управління облігаційною позикою.

Основною метою управління емісією облігацій підприємства є забезпечення залучення необхідного обсягу позикових засобів шляхом випуску і розміщення на первинному фондовому ринку цінних паперів даного виду.

Управління облігаційною позикою створюється на підприємстві за такими етапами:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення припустимої

емісії облігацій підприємства.

2. Визначення цілей залучення облігаційної позики.
3. Оцінка власного кредитного рейтингу.
4. Визначення обсягу емісії облігацій.
5. Визначення умов емісій.
6. Оцінка вартості облігаційної позики.
7. Визначення ефективних форм андеррайтингу.
8. Формування фонду погашення облігацій.

Дослідження можливостей ефективного розміщення припустимої емісії облігацій підприємства. Вибір облігаційної позики може бути обумовлений, у першу чергу, низькою вартістю даного виду позикового капіталу й умовами швидкого розміщення припустимої емісії облігацій на фондовому ринку. Обидві ці умови пов'язані зі станом кон'юнктури фондового ринку і рівнем інвестиційної привабливості, що намічаються до емісії облігацій. Тому принципове рішення про емісію облігацій може бути прийнято лише на основі всебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку й оцінки інвестиційної привабливості своїх облігацій.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку включає характеристику стану попиту і пропозиції за борговими цінними паперами різних видів, характер обертання облігацій інших підприємств, умови їх емісії, динаміку рівня цін їх котирування, обсягів продажів облігацій підприємств нових емісії та інших показників. Результатом проведення такого аналізу є виявлення діапазону вартості залучення облігаційної позики, визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії облігацій підприємства й оцінка потенціалу поглинання ринком даної емісії.

Оцінка інвестиційної привабливості своїх облігацій проводиться з позицій можливих умов їх емісії і можливого їх кредитного рейтингу на фондовому ринку. У процесі оцінки визначаються мінімальні параметри умов емісії облігацій підприємства, що забезпечують високий рівень їх інвестиційної принадності порівняно з обіговими на фондовому ринку борговими цінними

паперами інших емітентів.

Визначення цілей залучення облігаційної позики. Основними цілями тут можуть бути:

- регіональна диверсифікація операційної діяльності підприємства, що забезпечує збільшення обсягу реалізації продукції;
- реальне інвестування (модернізація, реконструкція тощо), що забезпечує швидке повернення вкладеного капіталу за рахунок приросту чистого грошового потоку;
- інші стратегічні цілі, що потребують швидкої акумуляції позикового капіталу, залучення якого з інших джерел пов'язане з труднощами.

Оцінка власного кредитного рейтингу. Потенціал розміщення облігаційної позики і його вартість суттєво залежать від кредитного рейтингу підприємства. Рівень кредитного рейтингу підприємства, а відповідно, і емітованим ним облігації формує на фондовому ринку відповідний розмір "кредитного спреда", тобто різницю в рівні прибутковості й цінах котирування емітованою і так званою "базисною облігацією". У якості базисної приймається державна облігація, емітована на аналогічний період. Високий рівень кредитоспроможності підприємства і його надійна репутація як позичальника дозволяють зводити до мінімуму кредитний спред, який емітент додатково сплачує за розміщення облігаційної позики. І навпаки – низька кредитоспроможність підприємства, а відповідно, і низький кредитний рейтинг його облігацій визначає необхідність збільшення розміру кредитного спреда для забезпечення реалізації облігаційної позики.

Визначення обсягу емісії облігацій. При визначенні обсягу емісії облігацій слід виходити з раніше розрахованої загальної потреби підприємства в позиковому капіталі та можливостей його формування з альтернативних джерел. У процесі визначення даного обсягу слід мати на увазі, що відповідно до законодавчих норм підприємства можуть випускати облігації на суму не більше 25 % від розміру їх статутного фонду.

Визначення умов емісії облігацій. Формування умов емісії є найбільш

складним і відповідальним етапом управління облігаційною позикою. До основних умов емісії облігацій належать:

- номінал облігації;
- вид облігації;
- період обертання облігації;
- середньорічний рівень прибутковості процентної ставки облігації;
- порядок виплати процентного прибутку;
- порядок погашення облігації;
- умови дострокового викупу облігацій;
- інші спеціальні умови емісії облігації.

Номінал облігації. Його визначають з урахуванням основних категорій майбутніх їх покупців – найбільші номінали облігацій орієнтовані на їх розміщення серед інституційних інвесторів, а найменші – на їх продаж населенню.

Вид облігації. Визначення виду облігації пов'язано з цілями залучення облігаційної позики: короткострокові або довгострокові облігації; із можливостями їх розміщення на фондовому ринку з урахуванням сформованих вимог до їх інвестиційної привабливості: облігації іменні або на пред'явника; процентні або дисконтні облігації.

Період обертання облігації. Він конкретизує термін обертання облігацій в рамках обраного їх виду – короткострокових або довгострокових.

Середньорічний рівень прибутковості облігації (процентної ставки облігації). Цей показник формується виходячи з кон'юнктури фондового ринку й оцінки рівня власної кредитоспроможності. При формуванні середньорічного рівня прибутковості облігації враховують такі фактори:

- середня ефективна ставка відсотка за аналогічними кредитними інструментами;
- середній рівень прибутковості базових облігацій аналогічного виду;
- розмір кредитного спреду, обумовлений рівнем кредитоспроможності (кредитного рейтингу) підприємства;

- прогнозований темп інфляції;
- рівень попиту на аналогічні боргові фондові інструменти;
- рівень ліквідності аналогічних боргових цінних паперів на фондовому ринку.

Сформований середньорічний рівень прибутковості облігації дозволяє підприємству визначити конкретні розміри відсотка або дисконту за нею.

Порядок виплати процентного прибутку. Ця умова емісії характеризує періодичність виплати процентного прибутку інвесторам відповідно до встановленої середньорічної ставки прибутковості за облігацією, а також адреси місць, дати початку й припинення виплати даного прибутку. За дисконтними облігаціями прибуток виплачують при їх погашенні.

Порядок погашення облігації. Ця умова визначає дату початку й припинення погашення облігації, а також адреси місць, в яких здійснюється це погашення.

Умови дострокового викупу облігацій. Такі умови розробляються тільки за відкличними довгостроковими облігаціями з великим періодом обертання і оформляються спеціальним Положенням про достроковий їх викуп. Можливість дострокового викупу облігацій дозволяє підприємству управляти вартістю облігаційної позики в умовах нестабільної кон'юнктури фінансового ринку, у першу чергу, при суттєвому зниженні рівня позикового відсотка.

Оцінка вартості облігаційної позики. Ця оцінка проводиться на основі умов емісії і включає такі елементи розрахунку, як середньорічна ставка відсотка, ставка податку на прибуток, рівень емісійних витрат відносно обсягу емісії та ін. За результатами оцінки вартості облігаційної позики визначається порівняльна ефективність залучення позикового капіталу з цього джерела в зіставленні з іншими альтернативними джерелами його залучення.

Визначення ефективних форм андерайтингу. Якщо до розміщення емісії облігації залучаються андерайтери, підприємству необхідно визначити їх склад, узгодити з ними ціни початкового продажу облігації і розміри їх комісійної винагороди, сформувати графік надходження засобів облігаційної позики.

Формування фонду погашення облігацій. У даному випадку використовують формулу розрахунку платежів у вигляді ануїтету, тому що такі відрахування здійснюються у фіксованій сумі через рівні проміжки часу протягом терміну дії облігації. Формула ануїтетних платежів може бути використана і при обслуговуванні боргу за облігацією з періодичною виплатою суми відсотка.

### **Питання для самоперевірки**

1. Охарактеризувати політику залучення позикового капіталу.
2. Охарактеризувати форми залучення підприємством позикових засобів.
3. Розкрити особливості процесу формування політики залучення підприємством позикових засобів.
4. Розкрити сутність основних цілей залучення позикових засобів підприємством.
5. Розкрити особливості оцінки й управління вартістю позикового капіталу в розрізі такого базового елемента, як вартість фінансового кредиту.
6. Розкрити особливості управління залученням банківського кредиту.
7. Розкрити особливості управління фінансовим лізингом.

## ТЕМА 4

### ОБОРОТНІ АКТИВИ ПІДПРИЄМСТВА

#### 4.1. Політика підприємства у сфері оборотних активів

Оборотні активи – це складова частина економічних ресурсів підприємства. За рахунок оборотного капіталу на підприємстві формується велика кількість елементів активів, що потребують індивідуалізації управління.

Оборотні активи класифікують за такими ознаками:

За характером фінансових джерел формування:

- 1 Валові оборотні активи.
2. Чисті оборотні активи.
3. Власні оборотні активи.

За видами:

1. Запаси сировини, матеріалів, напівфабрикатів.
2. Запаси готової продукції.
3. Дебіторська заборгованість.
4. Грошові активи.
5. Інші види оборотних активів.

За характером участі в операційному процесі:

1. Оборотні активи, що обслуговують виробничий цикл підприємства.
2. Оборотні активи, що обслуговують фінансовий цикл підприємства.

За періодом функціонування:

1. Постійна частина оборотних активів.
2. Змінна частина оборотних активів.

За характером фінансових джерел формування виділяють валові, чисті й власні оборотні активи.

Валові оборотні активи характеризують загальний їх обсяг, сформований за рахунок як власного, так і позикового капіталу.

Чисті оборотні активи характеризують ту частину їх обсягу, що

сформована за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу.

Власні оборотні активи характеризують ту їх частину, що сформована за рахунок власного капіталу підприємства.

За видами оборотних активів виділяють:

а) запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів, які характеризують обсяг вхідних матеріальних потоків у формі запасів, що забезпечують виробничу діяльність підприємства;

б) запаси готової продукції, які характеризують обсяг вихідних матеріальних потоків у формі запасів виготовленої продукції, призначеної для реалізації;

в) дебіторську заборгованість, яка характеризує суму заборгованості на користь підприємства, що представлена фінансовими зобов'язаннями юридичних і фізичних осіб за розрахунками за товари, роботи, послуги, видані аванси тощо;

г) до грошових активів відносять залишки коштів у національній та іноземній валюті й суму короткострокових фінансових вкладень, що розглядаються як форма інвестиційного використання тимчасово вільного залишку грошових активів;

д) інші види оборотних активів, до яких належать оборотні активи, не включені до складу вищерозглянутих видів.

За характером участі в операційному процесі оборотні активи класифікують наступним чином:

а) оборотні активи, що обслуговують виробничий цикл підприємства: запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів; обсяг незавершеного виробництва, запаси готової продукції;

б) оборотні активи, що обслуговують фінансовий цикл підприємства, характеризують дебіторську заборгованість.

За періодом функціонування оборотні активи поділяються наступним чином:

а) постійна частина оборотних активів представляє собою



незнижувальний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення операційної діяльності;

б) змінна частина оборотних активів, що пов'язана із сезонним зростанням обсягу виробництва і реалізацією продукції, необхідністю формування в окремі періоди господарської діяльності підприємства запасів товарно-матеріальних цінностей сезонного збереження, дострокового завезення та цільового призначення. У складі даного виду оборотних активів виділяють максимальну і середню частини.

#### **4.2. Формування операційного циклу оборотних активів підприємства**

Рух оборотних активів підприємства в процесі операційного циклу проходить чотири стадії, послідовно змінюючи свої форми.

На першій стадії грошові активи (у формі короткострокових фінансових вкладень) використовують для придбання сировини та матеріалів, тобто вхідних запасів матеріальних оборотних активів.

На другій стадії вхідні запаси матеріальних оборотних активів у результаті безпосередньої виробничої діяльності перетворюються в запаси готової продукції.

На третій стадії запаси готової продукції реалізують споживачам і до настання їх оплати вони перетворюються в дебіторську заборгованість.

На четвертій стадії дебіторська заборгованість знову трансформується в грошові активи, частина яких до їх виробничої потреби може зберігатися у формі високоліквідних короткострокових фінансових вкладень.

Найважливішою характеристикою операційного циклу, що суттєво впливає на обсяг, структуру й ефективність використання оборотних активів, є його тривалість.

Формула, за якою розраховується тривалість операційного циклу підприємства, має такий вигляд:

$$ТОЦ = ПО_{га} + ПО_{мз} + ПО_{гп} + ПО_{дз} + ПО_{нев},$$

де  $ТОЦ$  – тривалість операційного циклу підприємства, в днях;  $ПО_{га}$  – період обороту середнього залишку грошових активів, включаючи в них короткострокові фінансові вкладення в днях;  $ПО_{мз}$  – тривалість обороту запасів сировини, матеріалів та інших матеріальних факторів виробництва у складі оборотних активів, у днях;  $ПО_{гп}$  – тривалість обороту запасів готової продукції, у днях;  $ПО_{дз}$  – тривалість оплаченої дебіторської заборгованості, у днях;  $ПО_{нев}$  – тривалість обороту незавершеного виробництва, у днях.

У процесі управління оборотними активами в рамках операційного циклу виділяють дві його складові:

- 1) виробничий цикл підприємства;
- 2) фінансовий цикл або цикл грошового обігу підприємства.

Виробничий цикл підприємства характеризує період повного обороту матеріальних елементів оборотних активів, що використовуються для обслуговування виробничого процесу, починаючи з моменту надходження сировини, матеріалів і напівфабрикатів на підприємство та закінчуючи моментом відвантаження виготовленої з них готової продукції покупцям.

Тривалість виробничого циклу підприємства визначається за такою формулою:

$$ТВЦ = ПО_{см} + ПО_{нз} + ПО_{гп},$$

де  $ТВЦ$  – тривалість виробничого циклу підприємства, у днях;  $ПО_{см}$  – період обороту середнього запасу сировини, матеріалів і напівфабрикатів, у днях;  $ПО_{нз}$  – період обороту середнього обсягу незавершеного виробництва, в днях;  $ПО_{гп}$  – період обороту середнього запасу готової продукції, у днях.

Фінансовий цикл, або цикл грошового обігу підприємства представляє собою період повного обороту коштів, інвестованих в оборотні активи, починаючи з моменту погашення кредиторської заборгованості за отриману сировину, матеріали й напівфабрикати і закінчуючи оплаченою дебіторською заборгованістю за поставлену готову продукцію.

Тривалість фінансового циклу або циклу грошового обігу підприємства

визначається за такою формулою:

$$T\Phi\text{Ц} = TV\text{Ц} + \text{ПО}_{\text{дз}} - \text{ПО}_{\text{кз}},$$

де  $\Phi\text{Ц}$  – тривалість фінансового циклу або циклу грошового обігу підприємства, в днях;  $TV\text{Ц}$  – тривалість виробничого циклу підприємства, в днях;  $\text{ПО}_{\text{дз}}$  – середній період обороту дебіторської заборгованості, в днях;  $\text{ПО}_{\text{кз}}$  – середній період обороту кредиторської заборгованості, в днях.

Управління оборотними активами – це складний процес. Його складність залежить від таких умов, як:

- обсяг оборотного капіталу, що використовується в операційному процесі;
- різні види активів, що формуються за рахунок обсягу оборотного капіталу;
- прискорення обороту капіталу і забезпечення постійної платоспроможності підприємства тощо.

#### **4.3. Управління оборотними активами підприємства**

Система управління оборотними активами являє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, що полягає у формуванні необхідного обсягу й складу оборотних активів, раціоналізації й оптимізації структури джерел їх фінансування. Вона розробляється за такими етапами:

1. Аналіз оборотних активів підприємства в попередньому періоді.
2. Визначення принципових підходів щодо формування оборотних активів підприємства.
3. Оптимізація обсягу оборотних активів.
4. Оптимізація співвідношення постійної та змінної частин оборотних активів.
5. Забезпечення необхідної ліквідності оборотних активів.
6. Забезпечення підвищення рентабельності оборотних активів.
7. Забезпечення мінімізації втрат оборотних активів у процесі їх

використання.

8. Формування принципів, що визначають фінансування окремих видів оборотних активів.

9. Оптимізація структури джерел фінансування оборотних активів.

Аналіз оборотних активів підприємства в попередньому періоді включає п'ять етапів.

На першому етапі аналізу розглядають динаміку загального обсягу оборотних активів підприємства; темпи зміни середньої їх суми в зіставленні з темпами зміни обсягу реалізації продукції і середньої суми всіх активів; динаміка питомої ваги оборотних активів у загальній сумі активів підприємства.

На другому етапі аналізу розглядають динаміку складу оборотних активів підприємства в розрізі основних їх видів: запасів сировини, матеріалів і напівфабрикатів; запасів готової продукції; дебіторської заборгованості; залишків грошових активів.

На третьому етапі аналізу вивчають оборотність окремих видів оборотних активів у загальній їх сумі.

На четвертому етапі визначають рентабельність оборотних активів, досліджуються фактори, що її формують. У процесі аналізу використовуються коефіцієнт рентабельності оборотних активів, а також модель компанії “Дюпон”, яка щодо даного виду активів має вигляд

$$P_{oa} = P_{pn} \times O_{oa},$$

де  $P_{oa}$  – рентабельність оборотних активів;  $P_{pn}$  – рентабельність реалізації продукції;  $O_{oa}$  – оборотність оборотних активів.

На п'ятому етапі аналізу розглядають склад основних джерел фінансування оборотних активів – динаміка їх суми та питомої ваги в загальному обсязі фінансових засобів, інвестованих у ці активи; визначається рівень фінансового ризику, що генерується сформованою структурою джерел фінансування оборотних активів.

Результати аналізу дозволяють визначити загальний рівень ефективності

управління оборотними активами на підприємстві й виявити основні напрями його підвищення в майбутньому періоді.

З наукового погляду виділяють три принципові підходи до формування оборотних активів підприємства – консервативний, помірний і агресивний.

Консервативний підхід передбачає повне забезпечення поточної потреби в усіх видах оборотних активів, що забезпечують нормальний хід операційної діяльності; створює високі розміри їх резервів на випадок непередбачених складнощів у забезпеченні підприємства сировиною та матеріалами, погіршення внутрішніх умов виробництва продукції, затримки оплати дебіторської заборгованості, активізації попиту покупців тощо. Такий підхід гарантує мінімізацію операційних і фінансових ризиків, але негативно впливає на ефективність використання оборотних активів – їх оборотність і рівень рентабельності.

Помірний підхід спрямований на забезпечення повного задоволення поточної потреби в усіх видах оборотних активів і створення нормальних страхових їх розмірів на випадок збоїв у ході операційної діяльності підприємства. При такому підході забезпечується оптимальне співвідношення між рівнем ризику й рівнем ефективності використання фінансових ресурсів.

Агресивний підхід полягає в мінімізації усіх форм страхових резервів за окремими видами оборотних активів. При відсутності збоїв у ході операційної діяльності він забезпечує найбільш високий рівень ефективності їх використання. Проте будь-які збої в ході операційної діяльності призводять до суттєвих фінансових втрат через скорочення обсягу виробництва та реалізації продукції.

Отже вищеназвані принципові підходи до формування оборотних активів підприємства, відображуючи різні співвідношення рівня ефективності їх використання і ризику, в кінцевому рахунку визначають суму цих активів і їх рівень відносно обсягу операційної діяльності.

Оптимізація обсягу оборотних активів. Така оптимізація повинна виходити з вибраного підходу щодо формування оборотних активів,

забезпечуючи заданий рівень співвідношення ефективності їх використання і ризику. Процес оптимізації обсягу оборотних активів складається з трьох етапів.

Перший етап. За результатами аналізу оборотних активів у попередньому періоді визначають систему заходів щодо реалізації резервів, спрямованих на скорочення тривалості операційного, а в його рамках – виробничого й фінансового циклів підприємства. При цьому скорочення тривалості окремих циклів не повинно призводити до зниження обсягів виробництва та реалізації продукції.

Другий етап. На основі вибраного підходу до формування оборотних активів, запланованого обсягу виробництва й реалізації окремих видів продукції і розкритих резервів скорочення тривалості операційного циклу оптимізують обсяг і рівень окремих видів цих активів. Засобом такої оптимізації виступає нормування періоду їх обороту й суми.

Третій етап. На цьому етапі визначається загальний обсяг оборотних активів підприємства на наступний період:

$$OAn = 3Cn + 3Gn + ДЗn + ГAn + Пn,$$

де  $OAd$  – загальний обсяг оборотних активів підприємства на кінець аналізованого наступного періоду;  $3Cn$  – сума запасів сировини та матеріалів на кінець наступного періоду;  $3Gn$  – сума запасів готової продукції на кінець наступного періоду з включенням до неї обсягу незавершеного виробництва;  $ДЗn$  – сума дебіторської заборгованості на кінець наступного періоду;  $ГAn$  – сума грошових активів на кінець наступного періоду;  $Пn$  – сума інших видів оборотних активів на кінець наступного періоду.

Оптимізація співвідношення постійної і змінної частин оборотних активів здійснюється за чотирма етапами.

На першому етапі за результатами аналізу щомісячної динаміки рівня оборотних активів у днях обороту або в сумі за ряд попередніх років будують графік їх середньої "сезонної хвилі".

На другому етапі за результатами графіка "сезонної хвилі" розраховують

коефіцієнти мінімального й максимального рівнів оборотних активів щодо їх середнього рівня.

Формування принципів, що визначають фінансування окремих видів оборотних активів. Виходячи із загальних принципів фінансування активів, що визначають формування структури й вартості капіталу, слід конкретизувати принципи фінансування окремих видів і складових частин оборотних активів. Залежно від фінансового менталітету менеджерів сформовані принципи можуть визначати широкий діапазон підходів до фінансування оборотних активів – від консервативного до агресивного.

Оптимізація структури джерел фінансування оборотних активів. На основі раніше визначених принципів фінансування у процесі розробки системи управління оборотними активами формують підходи до вибору конкретної структури джерел фінансування, їх приросту з урахуванням тривалості окремих стадій фінансового циклу й оцінки вартості залучення окремих видів капіталу.

Цілі й характер використання окремих видів оборотних активів мають суттєві відмінні риси. Тому на підприємствах з великим обсягом щодо використання оборотних активів розробляють систему управління окремими їх видами:

- 1) запасами товарно-матеріальних цінностей;
- 2) дебіторською заборгованістю;
- 3) грошовими активами, до яких також прирівнюються й короткострокові фінансові вкладення як форма тимчасового використання вільного залишку грошових активів.

#### **4.4. Управління запасами**

Система управління запасами являє собою частину загальної системи управління оборотними активами підприємства, що полягає в оптимізації загального розміру й структури запасів товарно-матеріальних цінностей, мінімізації витрат на їх обслуговування і забезпечення ефективного контролю

за їх рухом.

Система управління запасами охоплює такі етапи робіт:

1. Аналіз запасів товарно-матеріальних цінностей у попередньому періоді.
2. Визначення цілей формування запасів.
3. Оптимізація розміру основних груп поточних запасів.
4. Оптимізація загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей, що включаються до складу оборотних активів.
5. Формування ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві.
6. Реальне відображення у фінансовому обліку вартості запасів товарно-матеріальних цінностей в умовах інфляції.

Аналіз запасів товарно-матеріальних цінностей у попередньому періоді проводять за чотирма етапами.

На першому етапі аналізу розглядають показники загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей – темпи її динаміки, питома вага в обсязі оборотних активів тощо.

На другому етапі аналізу вивчають структуру запасів у розрізі їх видів і основних груп, виявляються сезонні коливання їх розмірів.

На третьому етапі аналізу вивчають ефективність використання різних видів і груп запасів їх обсягу в цілому, яка характеризується показниками їх оборотності.

На четвертому етапі вивчають обсяг і структуру поточних витрат щодо обслуговування запасів у розрізі окремих видів цих витрат.

Визначення цілей формування запасів. Запаси товарно-матеріальних цінностей, що включаються до складу оборотних активів, можуть створюватися на підприємстві з різними цілями:

- а) для забезпечення поточної виробничої діяльності: поточні запаси сировини й матеріалів;
- б) для забезпечення поточної збутової діяльності: поточні запаси готової



продукції;

в) для накопичення сезонних запасів, для господарського процесу в майбутньому періоді: сезонні запаси сировини, матеріалів, готової продукції тощо.

Оптимізація розміру основних груп поточних запасів. Розкриття суті даного етапу пов'язане з поділом усієї сукупності запасів товарно-матеріальних цінностей на два види – виробничі запаси й запаси готової продукції.

Для оптимізації розміру поточних запасів товарно-матеріальних цінностей використовують "Модель економічно обгрунтованого розміру замовлення" [Economic ordering quantity – EOQ model], яка серед інших набула найбільшого поширення. Вона, як правило, використовується для оптимізації розміру виробничих запасів і запасів готової продукції.

Розрахунковий механізм моделі *EOQ* заснований на мінімізації сукупних операційних витрат для закупівлі й збереження запасів на підприємстві. Ці операційні витрати поділяються на дві групи:

а) сума витрат на розміщення замовлень, включаючи витрати для транспортування й приймання товарів;

б) сума витрат для збереження товарів на складі.

Механізм моделі *EOQ* розглянемо на прикладі формування виробничих запасів. З одного боку, підприємству вигідно завозити сировину й матеріали якомога більшими партіями. Чим більший розмір партії постачання, тим менший сукупний розмір операційних витрат на розміщення замовлень у визначеному періоді: оформлення замовлень, доставку замовлених товарів на склад і їх прийняття на склад. При незмінному обсязі виробничого споживання й середньої вартості розміщення одного замовлення загальна сума операційних витрат на розміщення замовлень мінімізується із зростанням середнього розміру однієї партії постачання товарів.

Зі збільшенням середнього розміру однієї партії постачання товарів знижуються операційні витрати на розміщення замовлення і зростають операційні витрати на збереження товарних запасів на складі підприємства й

навпаки. Модель *EOQ* дозволяє оптимізувати пропорції між цими двома групами операційних витрат таким чином, щоб сукупна їх сума була мінімальною. У рамках цієї теорії розроблені й схеми управління замовленнями, що дозволяють за допомогою ряду параметрів формалізувати процедуру відновлення запасів, тобто визначити рівень запасів, при якому необхідно робити таке замовлення.

Оптимізація загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей, що включаються до складу оборотних активів. Розрахунок оптимальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей у цілому і за основними їх групами здійснюють за формулою

$$З_k = (H_{пз} \times O_o) + З_{сз} + З_{сз} + З_{цп},$$

де  $З_k$  – оптимальна сума запасів на кінець аналізованого періоду;  $H_{пз}$  – норматив запасів поточного збереження, в днях;  $O_o$  – односторонній обсяг виробництва (для запасів сировини та матеріалів) або реалізації (для запасів готової продукції) у майбутньому періоді;  $З_{сз}$  – запланована сума запасів сезонного збереження;  $З_{цп}$  – запланована сума запасів цільового призначення інших видів.

Формування ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві. Найбільш широке застосування серед систем контролю за рухом запасів у країнах з розвинутою економікою одержала "Система ABC". Суть цієї контролюючої системи полягає в тому, що вся сукупність запасів товарно-матеріальних цінностей розподіляється на три категорії на основі їх вартості, обсягу і частин витрачання, а також негативних наслідків.

У категорію "А" входять найбільш дорогі види запасів із тривалим циклом замовлення, що потребують постійного моніторингу. Частота завезення цієї категорії запасів визначається, як правило, на основі моделі *EOQ*. Коло товарно-матеріальних цінностей, що входять до категорії "А", звичайно обмежене і потребує щотижневого контролю.

У категорію "В" входять товарно-матеріальні цінності, що мають меншу значущість у забезпеченні безперебійного операційного процесу й формуванні

кінцевих результатів фінансової діяльності. Запаси цієї групи контролюються один раз на місяць.

У категорію "С" входять всі інші товарно-матеріальні цінності з низькою вартістю, що не відіграють значної ролі у формуванні кінцевих фінансових результатів. Обсяг закупівель таких цінностей може бути досить великим, тому контроль за їх рухом здійснюють один раз на квартал.

Отже основний контроль запасів за "Системою АВС" концентрується на найбільш важливій їх категорії з позицій забезпечення безперебійності операційної діяльності підприємства й формування кінцевих фінансових результатів.

#### **4.5. Управління дебіторською заборгованістю**

У сучасній господарській практиці дебіторська заборгованість класифікується за такими видами:

- 1) дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги, строк оплати яких не наступив;
- 2) дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги, що неоплачені у вказаний термін;
- 3) дебіторська заборгованість за отриманими векселями;
- 4) дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом;
- 5) дебіторська заборгованість за розрахунками з персоналом;
- 6) інші види дебіторської заборгованості.

Серед перерахованих видів найбільший обсяг дебіторської заборгованості підприємств припадає на перші три види. У загальній сумі дебіторської заборгованості на розрахунки з покупцями припадає 80-90 %. Отже з метою ефективного управління цією дебіторською заборгованістю на підприємствах повинна розроблятися і здійснюватися особлива фінансова система управління дебіторською заборгованістю або його кредитна політика щодо покупців продукції.

Система управління дебіторською заборгованістю являє собою частину загального управління оборотними активами й маркетингової політики підприємства, що спрямована на розширення обсягу реалізації продукції і полягає в оптимізації загального розміру цієї заборгованості й забезпеченні своєчасної її оплати.

Формування системи управління дебіторською заборгованістю підприємства здійснюється за такими напрямками:

1. Аналіз дебіторської заборгованості підприємства в попередньому періоді.
2. Формування принципів кредитної політики відповідно до покупців продукції.
3. Визначення можливої суми фінансових засобів, що інвестуються в дебіторську заборгованість за товарним (комерційним) і споживчим кредитом.
4. Формування системи кредитних умов.
5. Формування стандартів оцінки покупців і диференціація умов надання кредиту.
6. Формування процедури оплати дебіторської заборгованості.
7. Забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості.
8. Побудова ефективних систем контролю за рухом і своєчасною оплатою дебіторської заборгованості.

Аналіз дебіторської заборгованості підприємства в попередньому періоді.  
Аналіз дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями проводять в розрізі товарного (комерційного) й споживчого кредиту.

По-перше, оцінюють рівень дебіторської заборгованості підприємства та його динаміка в попередньому періоді.

По-друге, визначають середній період оплати дебіторської заборгованості й кількість її оборотів в аналізованому періоді.

Кількість оборотів дебіторської заборгованості характеризує швидкість обертання інвестованих в неї засобів протягом визначеного періоду.

По-третє, оцінюють склад дебіторської заборгованості підприємства за окремими її "віковими групами", тобто за передбаченими термінами оплати.

По-четверте, докладно розглядають склад простроченої дебіторської заборгованості, виділяють сумнівну й безнадійну заборгованість. У процесі цього аналізу використовують такі показники, як коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості й середній "вік" простроченої (сумівної, безнадійної) дебіторської заборгованості.

По-п'яте, визначають суму ефекту, отриманого від інвестування засобів у дебіторську заборгованість.

#### Формування принципів кредитної політики стосовно покуців продукції.

У сучасній практиці реалізація продукції в кредит (із відстрочкою платежу за неї) одержала велике поширення як у країнах із розвинутою ринковою економікою, так і в нашій країні. Формування принципів кредитної політики відображає умови цієї практики і спрямоване на підвищення ефективності операційної і фінансової діяльності підприємства.

У процесі формування принципів кредитної політики стосовно покуців продукції вирішують два питання:

- а) в яких формах здійснювати реалізацію продукції в кредит;
- б) який тип кредитної політики слід обрати підприємству.

Форми реалізації продукції в кредит мають два різновиди – товарний (комерційний) кредит і споживчий кредит.

Товарний (комерційний) кредит являє собою форму оптової реалізації продукції її продавцем на умовах відстрочки платежу. Товарний (комерційний) кредит надається оптовому покупцю на термін від одного до шести місяців.

Споживчий кредит (у товарній формі) – форма роздрібної реалізації товарів фізичним особам із відстрочкою платежу. Він надається на термін від шести місяців до двох років.

Типи кредитної політики. Розрізняють три типи кредитної політики підприємства стосовно покуців продукції – консервативний, помірний і агресивний.

Консервативний тип кредитної політики підприємства спрямований на мінімізацію кредитного ризику. Здійснюючи даний тип кредитної політики, підприємство не прагне до одержання високого додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації продукції. Механізмом реалізації політики такого типу є суттєве скорочення кола покупців продукції в кредит за рахунок груп підвищеного ризику; мінімізація термінів надання кредиту та його розміру; створення жорсткіших умов надання кредиту й підвищення його вартості; використання жорстких процедур оплати дебіторської заборгованості.

Помірний тип кредитної політики підприємства орієнтується на середній рівень кредитного ризику при продажі продукції з відстрочкою платежу.

Агресивний тип кредитної політики підприємства орієнтується на максимізацію додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації продукції в кредит, незважаючи на високий рівень кредитного ризику, що супроводжує ці операції. Механізмом реалізації політики такого типу є поширення кредиту на більш ризиковані групи покупців продукції; збільшення періоду надання кредиту і його розміру; зниження вартості кредиту до мінімально припустимих розмірів; надання покупцям можливості пролонгування кредиту.

Визначаючи тип кредитної політики, підприємства повинні враховувати такі фактори, як:

- сучасну комерційну й фінансову практику здійснення торгівельних операцій;
- загальний стан економіки, що визначає фінансові можливості покупців, рівень їх платоспроможності;
- сформовану кон'юнктуру товарного ринку, стан попиту на продукцію підприємства;
- потенційну спроможність підприємства нарощувати обсяг виробництва продукції при розширенні можливостей її реалізації за рахунок надання кредиту;
- правові умови забезпечення стягнення дебіторської заборгованості;

- фінансові можливості підприємства щодо відволікання засобів у дебіторську заборгованість;

- фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства, їхнє ставлення до рівня припустимого ризику в процесі здійснення господарської діяльності.

Слід мати на увазі, що консервативний варіант негативно впливає на зростання обсягу операційної діяльності підприємства і формування стійких комерційних зв'язків. Агресивний варіант може викликати надмірне відволікання фінансових засобів, знизити рівень платоспроможності підприємства, викликати згодом значні витрати на стягнення боргів, а в кінцевому результаті знизити рентабельність оборотних активів і використовуваного капіталу.

Формування системи кредитних умов. До цих умов належать такі елементи:

- кредитний період;
- кредитний ліміт;
- вартість надання кредиту;
- система штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань покупцями.

Кредитним називається граничний період, на який покупцю дається відстрочка платежу за реалізовану продукцію. Збільшення терміну надання кредиту стимулює обсяг реалізації продукції, але в той же час призводить до збільшення суми фінансових засобів, що інвестуються в дебіторську заборгованість, і до збільшення тривалості фінансового і всього операційного циклу підприємства. Тому, встановлюючи розмір кредитного періоду, необхідно оцінювати його вплив на результати господарської діяльності підприємства в комплексі.

Кредитний ліміт характеризує максимальна межа суми заборгованості покупця з наданого товарного (комерційного) або споживчого кредиту. Його розмір встановлюється з урахуванням рівня прийнятного ризику, планованого

обсягу реалізації продукції на умовах відстрочки платежів, середнього обсягу угод щодо реалізації готової продукції, при споживчому кредиті – середньої вартості реалізованих у кредит товарів, фінансового стану підприємства – кредитора й інших факторів. Кредитний ліміт диференціюється за формами наданого кредиту й видами реалізованої продукції.

Система штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань покупцями формується у процесі розробки кредитних умов. Вона повинна передбачати відповідні пені, штрафи і неустойки. Розміри цих штрафних санкцій мають повністю відшкодовувати усі фінансові втрати підприємства-кредитора: втрату прибутку, інфляційні втрати, відшкодування ризику зниження рівня платоспроможності та інші.

Формування стандартів оцінки покупців і диференціація умов надання кредиту. В основі стандартів оцінки покупців лежить їх кредитоспроможність. Кредитоспроможність покупця характеризує систему умов, що визначають його спроможність залучати кредит в різних формах і в повному обсязі в передбачені терміни виконувати всі пов'язані з ним фінансові зобов'язання.

Формування системи стандартів оцінки покупців включає такі елементи:

- визначення системи характеристик, що оцінюють кредитоспроможність окремих груп покупців;
- формування і експертиза інформаційної бази проведення оцінки кредитоспроможності покупців;
- вибір методів оцінки окремих характеристик кредитоспроможності покупців;
- угруповання покупців продукції за рівнем кредитоспроможності.

Формування стандартів оцінки покупців і диференціація кредитних умов здійснюються роздільно за формами кредиту – товарної та споживчої

Визначення системи характеристик, що оцінюють кредитоспроможність окремих груп покупців, є початковим етапом побудови системи стандартів їх оцінки. Оцінку товарного кредиту здійснюють за такими критеріями:

- обсяг господарських операцій з покупцем і стабільність їх здійснення;



- репутація покупця в діловому світі;
- платоспроможність покупця;
- результативність господарської діяльності покупця;
- стан кон'юнктури товарного ринку, на якому покупець здійснює свою операційну діяльність;
- обсяг і склад чистих активів, що можуть складати забезпечення кредиту при неплатоспроможності покупця й порушенні справи про його банкрутство.

Оцінку споживчого кредиту виконують за такими критеріями:

- дієздатність покупця;
- рівень доходів покупця й регулярність їх формування;
- склад особистого майна покупця, що може забезпечувати кредит при стягненні суми боргу в судовому порядку.

Формування і експертиза інформаційної бази проведення оцінки кредитоспроможності покупців. Інформаційна база, що використовується для цієї мети, складається з відомостей, наданих безпосередньо покупцем. Їх перелік диференціюється за формами кредиту, даними, що формуються з внутрішніх джерел, інформацією, що складається із зовнішніх джерел.

Вибір методів оцінки окремих характеристик кредитоспроможності покупців визначається змістом оцінюваних характеристик. З цією метою можуть бути використані статистичний, нормативний, експертний, бальний та інші методи.

Угрупування покупців продукції за рівнем кредитоспроможності ґрунтується на результатах її оцінки і передбачає виділення таких категорій:

- покупці, яким кредит може бути наданий у максимальному обсязі, тобто на рівні встановленого кредитного ліміту ("першокласні позичальники");
- покупці, яким кредит може бути наданий в обмеженому обсязі, який зумовлений рівнем припустимого ризику повернення боргу;
- покупці, яким кредит не надається (через неприпустимий рівень

ризика повернення боргу).

Формування процедури оплати дебіторської заборгованості. Ця процедура передбачає: терміни й форми нагадувань покупцям про дату платежів; можливості й умови пролонгування боргу з наданого кредиту; умови порушення справи про банкрутство неспроможних дебіторів.

Забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості. Розвиток ринкових відносин дозволяє використовувати у практиці нові форми управління дебіторською заборгованістю – її рефінансування, тобто прискорення переведення в інші форми оборотних активів підприємства: кошти і високоліквідні короткострокові цінні папери.

Основними формами рефінансування дебіторської заборгованості є:

- факторинг;
- облік векселів, виданих покупцями продукції;
- форфейтинг.

Факторинг – це фінансова операція, що полягає в уступці підприємства-продавця права одержання коштів за платіжними документами за поставлену продукцію на користь банку або спеціалізованої компанії ("фактор компанії"), що приймає на себе всі кредитні ризики щодо інкасації боргу. За здійснення такої операції банк (фактор-компанія) стягує з підприємства-продавця визначену комісійну плату в процентах до суми платежу. Ставки комісійної плати диференціюються з урахуванням рівня платоспроможності покупця продукції і передбачених термінів її сплати. Крім того, при проведенні такої операції банк (фактор-компанія) у термін до трьох днів здійснює кредитування підприємства-продавця у формі попередньої сплати боргових вимог за платіжними документами (звичайно в розмірі від 70 до 90 % суми боргу залежно від фактора ризику). Інші 10 – 30 % суми боргу тимчасово депонуються банком у формі страхового резерву при його непогашенні покупцем (ця депонована частина боргу повертається підприємству-продавцю після повного погашення суми боргу покупцем).

Факторингова операція дозволяє підприємству-продавцю рефінансувати переважну частину дебіторської заборгованості за наданим покупцеві кредитом у стислі терміни, скоротивши тим самим період фінансового й операційного циклу. До недоліків факторингової операції можна віднести лише додаткові витрати продавця, що пов'язані з продажем продукції, а також втрату прямих контактів із покупцем у процесі здійснення ним платежів.

Ефективність факторингової операції для підприємства-продавця визначається шляхом порівняння рівня витрат за даною операцією із середнім рівнем процентної ставки за короткостроковим банківським кредитуванням.

Облік векселів, виданих покупцями продукції, є фінансовою операцією з їх продажу господарському суб'єкту за дисконтною ціною, що формується залежно від їх номіналу, терміну погашення й облікової вексельної ставки. Облікова вексельна ставка складається із середньої депозитної ставки, ставки комісійної винагороди, а також рівня премії за ризик при сумнівній платоспроможності векселедавця. Така операція може бути здійснена тільки з перевідним векселем.

Форфейтинг використовується при здійсненні довгострокових експортних поставок і дозволяє експортеру негайно одержувати кошти шляхом обліку векселів. Його недоліком є висока вартість, тому підприємству-експортеру слід проконсультуватись з банком (факторинговою компанією) ще до початку переговорів з іноземним імпортером продукції, щоб мати можливість включити витрати щодо форфейтингової операції у вартість контракту.

Фінансовий механізм здійснення форфейтингової операції. На першому етапі підприємство-експортер і підприємство-імпортер укладають між собою угоду про постачання продукції.

На другому етапі підприємство-експортер укладає угоду з банком (факторинговою компанією) своєї країни, що зобов'язується за комісійну винагороду фінансувати постачання продукції шляхом виплат за обліковими векселями.

На третьому етапі) підприємство-імпортер індосує або авальює свої векселі в банку своєї країни.

На четвертому етапі банк країни-імпортера пересилає індосовані (авальовані) їм векселі підприємства-імпортера на адресу підприємства-експортера.

На п'ятому етапі підприємство-експортер продає векселі банку (факторинговій компанії) своєї країни й отримує за це відповідні кошти.

На шостому етапі банк (факторингова компанія) країни-експортера індосує векселі, перепродаючи їх на ринку цінних паперів.

Побудова ефективних систем контролю за прямуюванням і своєчасною оплатою дебіторської заборгованості. Одним з видів таких систем є "Система ABC" відносно портфеля дебіторської заборгованості підприємства. До категорії "А" включаються найбільш значні й сумнівні види дебіторської заборгованості ("проблемні кредити"); до категорії "В" – кредити середніх розмірів; до категорії "С" – інші види дебіторської заборгованості, що не впливають серйозно на результати фінансової діяльності підприємства.

#### **4.6. Система формування підприємством грошових активів**

Управління грошовими активами або залишком коштів, що постійно знаходяться в розпорядженні підприємства, складає невід'ємну частину функцій загального управління оборотними активами. Розмір залишку грошових активів, яким оперує підприємство в процесі господарської діяльності, визначає рівень його абсолютної платоспроможності, впливає на тривалість операційного циклу, а отже, і на розмір фінансових засобів, що інвестуються в оборотні активи, а також характеризує його інвестиційні можливості.

Операційний або трансакційний залишок грошових активів є основним у складі сукупних грошових активів підприємства. Він формується з метою забезпечення поточних платежів, пов'язаних з виробничо-комерційною

діяльністю підприємства: із закупівлі сировини, матеріалів і напівфабрикатів, оплати праці; сплати податків; оплати послуг сторонніх організацій тощо.

Страховий або резервний залишок грошових активів. Необхідність формування даного виду залишку зумовлена вимогами підтримки постійної платоспроможності підприємства щодо невідкладних фінансових зобов'язань.

Інвестиційний (або спекулятивний) залишок грошових активів може формуватися тільки в тому випадку, якщо цілком задоволена потреба у формуванні грошових авуарів інших видів.

На сучасному етапі економічного розвитку країни переважна більшість підприємств не має можливості формувати цей вид грошових активів.

Компенсаційний залишок грошових активів являє собою незнижувальну суму грошових активів, що підприємство відповідно до умов угоди про банківське обслуговування повинно постійно берегти на своєму розрахунковому рахунку. Основною метою у процесі управління грошовими активами є забезпечення постійної платоспроможності підприємства. У цьому реалізується функція грошових активів як засобу платежу, що забезпечує досягнення цілей формування їх операційного, страхового й компенсаційного залишків.

Поряд з цією основною метою важливим завданням процесу управління грошовими активами є забезпечення ефективного використання тимчасово вільних коштів, а також сформованого інвестиційного їх залишку.

З позицій форм накопичення грошових авуарів і управління платоспроможністю підприємства його грошові активи підрозділяються на такі елементи:

- грошові активи в національній валюті;
- грошові активи в іноземній валюті;
- резервні грошові активи у формі високоліквідних короткострокових фінансових вкладень.

Грошові активи в національній валюті:

1. Кошти в касі.

2. Кошти на розрахунковому рахунку.
3. Кошти на спеціальних рахунках.
4. Кошти в дорозі.

Грошові активи в іноземній валюті:

1. Валютні засоби в касі.
2. Засоби на валютному рахунку.
3. Валютні засоби на спеціальних рахунках.
4. Валютні засоби в дорозі.

Резервні грошові активи у формі короткострокових фінансових вкладень:

1. Резервні активи у формі короткострокових грошових інструментів.
2. Резервні активи у формі короткострокових фондових інструментів.

Аналіз грошових активів підприємства в попередньому періоді.

Основною метою аналізу є оцінка суми й рівня середнього залишку грошових активів з позицій забезпечення платоспроможності підприємства, а також визначення ефективності їх використання.

Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства. Така оптимізація забезпечується шляхом розрахунків необхідного розміру окремих видів цього залишку в наступному періоді.

Потреба в операційному (трансакційному) залишку грошових активів характеризує мінімально необхідну їх суму, яка потрібна для здійснення поточної господарської діяльності. Розрахунок даної суми залежить від грошового обігу, що планується за операційною діяльністю та кількістю оборотів грошових активів.

Потреба у страховому (резервному) залишку грошових активів визначається на основі розрахованої суми їх операційного залишку й коефіцієнта варіації нерівномірності надходження коштів на підприємство за окремими місяцями попереднього року. Для розрахунку планованої суми страхового залишку грошових активів використовується формула

$$Г_{Ac} = Г_{Ao} \times KB_{нк},$$

де  $Г_{Ac}$  – сума страхового залишку грошових активів, що планується на

підприємстві;  $GA_o$  – сума операційного залишку грошових активів, що планується на підприємстві;  $KB_{ндс}$  – коефіцієнт варіації надходження коштів на підприємство в звітному періоді.

Потреба в компенсаційному залишку грошових активів планується в розмірі, визначеному угодою про банківське обслуговування. Потреба в інвестиційному (спекулятивному) залишку грошових активів планується на основі фінансових можливостей підприємства тільки після того, як повністю забезпечена потреба в інших видах залишків грошових активів. Критерієм формування цієї частини грошових активів виступає необхідність забезпечення більш високого коефіцієнта рентабельності короткострокових інвестицій порівняно з коефіцієнтом рентабельності операційних активів.

Загальний розмір середнього залишку грошових активів у плановому періоді визначають шляхом підсумовування розрахованої потреби в окремих видах:

$$GA = GA_o + GA_c + GA_k + GA_i,$$

де  $GA$  – середня сума грошових активів підприємства в плановому періоді;  $GA_o$  – середня сума операційного залишку грошових активів у плановому періоді;  $GA_c$  – середня сума страхового залишку грошових активів у плановому періоді;  $GA_k$  – середня сума компенсаційного залишку грошових активів у плановому періоді;  $GA_i$  – середня сума інвестиційного залишку грошових активів.

Враховуючи, що залишки грошових активів трьох останніх видів є деякою мірою взаємозамінними, загальна потреба в них при обмежених фінансових можливостях підприємства може бути відповідно скорочена.

Максимальний і середній залишки грошових активів визначають за формулою

$$GA_{\text{макс.}} = GA_{\text{мін.}} + DKЗ_{\text{м/м}};$$

де  $GA_{\text{макс.}}$  – оптимальний розмір максимального залишку грошових активів підприємства;  $GA$  – оптимальний розмір середнього залишку грошових активів підприємства;  $GA_{\text{мін.}}$  – мінімальний або страховий залишок грошових активів

підприємства;  $ДКЗм/м$  – діапазон коливань суми залишку грошових активів між мінімальним і максимальним його значенням.

Диференціація середнього залишку грошових активів у національній і іноземній валюті. Така диференціація проводиться тільки на підприємствах зовнішньоекономічної діяльності. Мета її полягає в тому, щоб із загальної оптимізованої потреби в грошових активах виділити валютну частину, щоб забезпечити формування необхідних підприємству валютних фондів.

### **Питання для самоперевірки**

1. Розкрити сутність оборотних активів як складової частини економічних ресурсів підприємства.
2. Розкрити управління оборотними активами, що пов'язане з особливостями формування операційного циклу.
3. Розкрити управління оборотними активами, що пов'язане з особливостями формування виробничого та фінансового циклів підприємства.
4. Розкрити особливості системи управління оборотними активами підприємства.
5. Розкрити особливості етапів процесу оптимізації обсягу оборотних активів підприємства.



**ТЕМА 5**  
**ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ.**  
**МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ**

Кожне підприємство прагне управляти фінансовим капіталом, тобто досягнути такого співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел коштів, яке б справляло максимальний позитивний вплив на досягнення його стратегічних цілей.

Питання управління структурою фінансового капіталу широко висвітлюються в економічній літературі й представлені різними точками зору на вирішення цієї проблеми.

**Традиційний підхід**

Послідовники цього підходу вважають, що:

- а) вартість капіталу фірми залежить від його структури;
- б) існує оптимальна структура капіталу, що мінімізує значення середньозваженої вартості капіталу (*СВК*) і відповідно максимізує ринкову вартість фірми. При цьому наводять такі аргументи.

Середньозважена вартість капіталу залежить від вартості його складових, що узагальнено розподіляються на два види — власний і позиковий капітал. Залежно від структури капіталу вартість кожного з цих джерел змінюється, причому темпи зміни є різними.

Численні дослідження показали, що помірне зростання частки позикових коштів, тобто деяке підвищення фінансового ризику не викликає негайної реакції акціонерів у плані підвищення потрібної доходності, але при перевищенні деякої межі безпеки ситуація змінюється і акціонери починають вимагати більшої доходності для компенсації ризику. Одночасно і вартість позикового капіталу, залишаючись спочатку практично незмінною, при відповідній зміні складу джерел починає зростати. Оскільки вартість позикового капіталу в середньому нижче, ніж вартість власного капіталу, існує

структура капіталу, що називається оптимальною, при якій показник *СВК* має мінімальне значення, а, відповідно, ринкова вартість фірми буде максимальною (рис. 5.1, 5.2).

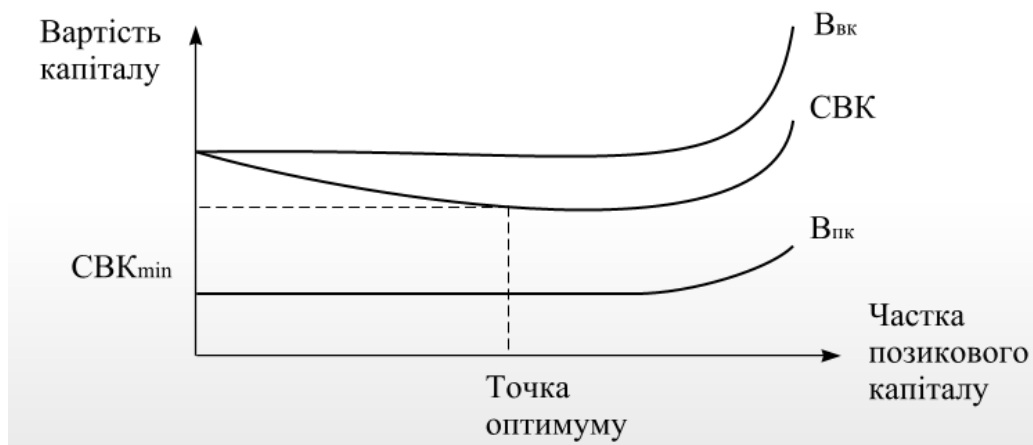


Рис. 5.1. – Традиційний погляд на залежність вартості й структури капіталу

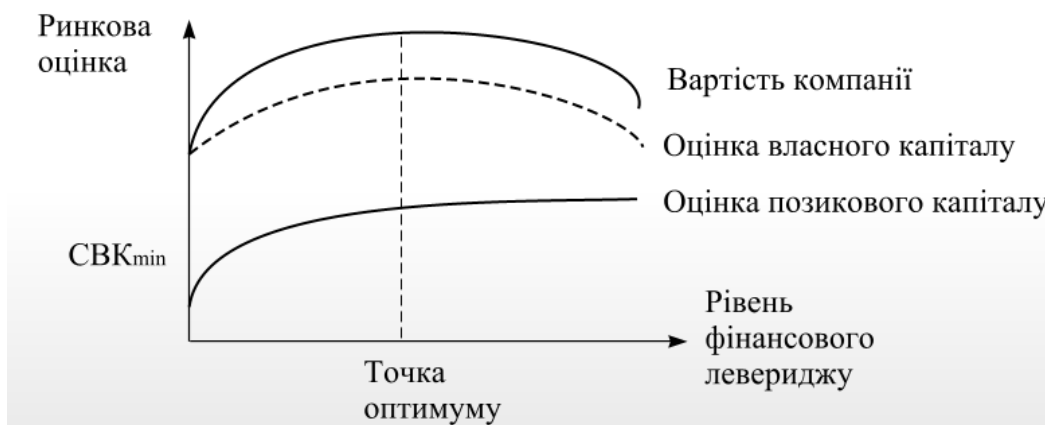


Рис. 5.2. – Традиційний погляд на залежність ринкової вартості фірми й структури її джерел

Однак оптимізація структури джерел фінансування за критерієм максимізації ціни підприємства відображає однобічний погляд на проблему управління структурою фінансових ресурсів, бо не враховує вплив сформованої структури на результативні показники діяльності підприємства.

### Підхід Модільяні-Міллера

Засновники другого підходу Ф. Модільяні і М. Міллер (1958 р.) стверджують протилежне — при деяких умовах ринкова вартість фірми і

вартість капіталу не залежать від його структури, і, відповідно, їх не можна оптимізувати, не можна нарощувати ринкову вартість фірми за рахунок зміни структури капіталу.

При обґрунтуванні свого підходу Модільяні й Міллер встановили ряд обмежень, зокрема:

- передбачається наявність ефективного ринку капіталу, зокрема безкоштовність інформації, її доступність для всіх зацікавлених осіб, відсутність трансакційних витрат, можливість будь-якого розподілу цінних паперів, раціональність поведінки інвесторів;
- компанії емітують тільки два типи зобов'язань: боргові з безризиковою ставкою і акції (ризиковий капітал);
- фізичні особи можуть здійснювати позикові операції за безризиковою ставкою;
- відсутні витрати, пов'язані з банкрутством;
- вважається, що всі компанії знаходяться в одній групі ризику;
- очікувані грошові потоки являють собою безстрокові анuitети (тобто зростання доходів не передбачається);
- відсутні податки.

Деякі з цих обмежень навряд чи можна визнати реалістичними, однак подальші дослідження показали, що це не має суттєвого впливу на основні висновки, отримані Модільяні і Міллером. Крім того, деякі з обмежень були уточнені або зовсім зняті.

*Логіка теорії Модільяні-Міллера в умовах відсутності податків на  
доходи юридичних і фізичних осіб*

Введемо наступні позначення:

$PB_H$  — ринкова вартість фінансово незалежної компанії (тобто тої, що не залучає позиковий капітал);

$PB_3$  — ринкова вартість аналогічної фінансово залежної компанії;

$P_{BK}$  — ринкова оцінка власного капіталу компанії;

$P_{ПК}$  — ринкова оцінка позикового капіталу компанії;

$ЧП_{On}$  — чистий операційний прибуток (прибуток до відрахування процентів та податків);

$BK_H$  — вартість власного капіталу фінансово незалежної компанії;

$BK_3$  — вартість власного капіталу фінансово залежної компанії;

$ПК$  — вартість позикового капіталу;

$П$  — ставка податку на прибуток.

Виходячи із зроблених передумов, Модільяні і Міллер довели два твердження:

1. Ринкова вартість компанії не залежить від структури капіталу і визначається шляхом капіталізації її операційного прибутку за ставкою, що відповідає класу ризику даної компанії:

$$PB_H = PB_3 = \frac{ЧП_{On}}{BK_H}.$$

2. Вартість власного капіталу фінансово залежної компанії являє собою суму вартості власного капіталу аналогічної (за доходом та рівнем ризику) фінансово незалежної компанії і премії за ризик, рівної добутку різниці в значеннях вартості власного і позикового капіталу на величину фінансового левериджу:

$$BK_3 = BK_H + \text{Премія за ризик} = BK_H + (BK_H - ПК) \cdot \frac{P_{ПК}}{P_{БК}}.$$

Ці два твердження і показують, що зміна структури джерел шляхом залучення більш дешевих позикових коштів не збільшує ринкову вартість компанії, оскільки від залучення дешевого джерела супроводжується підвищенням ступеня ризику і відповідно вартості власного капіталу.

### *Логіка теорії Модільяні-Міллера з урахуванням податків на доходи юридичних осіб*

У 1963 р. Модільяні і Міллер опублікували другу статтю, присвячену структурі капіталу, в якій розглянули ситуацію, коли не накладається умова про

відсутність податків (рис. 5.3, 5.4).

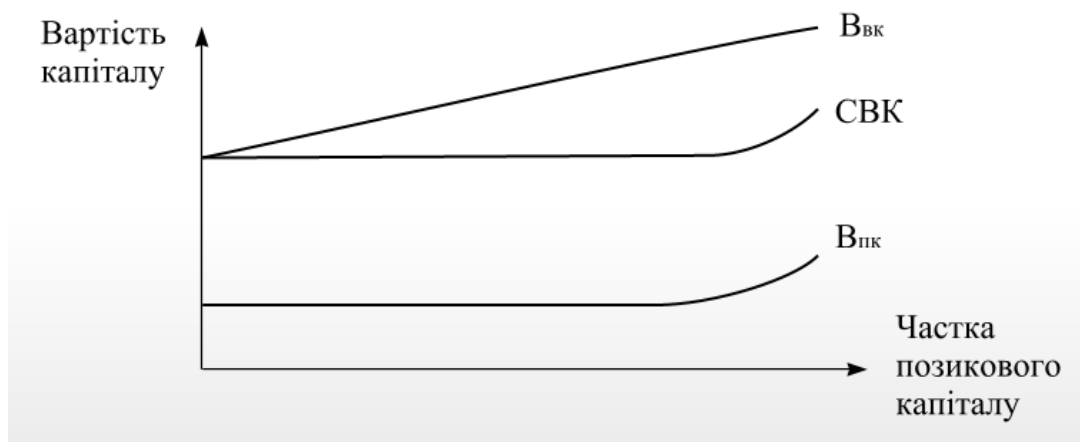


Рис. 5.3. – Залежність вартості й структури капіталу за відсутністю податків згідно з теорією Модільяні-Міллера

У цьому випадку структура капіталу вже здійснює вплив на ринкову вартість фірми. Їхні розробки знов подані у вигляді двох тверджень:

1. Ринкова вартість фінансово залежної компанії дорівнює сумі ринкової вартості фінансово незалежної компанії тієї ж групи ризику й ефекту фінансового левериджу, що дорівнює добутку ставки податку на прибуток і величини позикового капіталу в ринковій оцінці:

$$PB_z = PB_H + \Pi_{\Pi} \cdot P_{\Pi K}.$$

При цьому очевидно, що значення  $PB_H$  при відсутності позикового фінансування, що чисельно дорівнює  $P_{BK}$ , знаходиться за формулою

$$P_{BK} = PB_H = \text{ЧП}_{On} \cdot \frac{(1 - \Pi_n)}{BK_H}.$$

Модель, що задається формулою, іноді називається ідеальною моделлю Модільяні-Міллера ринкової вартості фінансово залежної компанії, в тому розумінні, що вона побудована при ідеальних умовах, які не враховують вплив деяких суттєвих факторів: зростання ризику можливих фінансових ускладнень і витрат, обумовлених агентськими відносинами.

2. Вартість власного капіталу фінансово залежної компанії являє собою суму вартості власного капіталу аналогічної (за доходом та рівнем ризику)

фінансово незалежної компанії і премії за ризик, що дорівнює добутку різниці в значеннях власного і позикового капіталу на величину фінансового левериджу з поправкою, яка враховує економію на податках:

$$BK_3 = BK_H + \text{Премія за ризик} = BK_H + (BK_H - ПК) \cdot \frac{P_{ПК}}{P_{BK}} \cdot (1 - P_{\Pi}).$$

Виходячи з наведених тверджень, можна показати, що середньозважена вартість капіталу фінансово залежної компанії зменшується із зростанням фінансового левериджу.

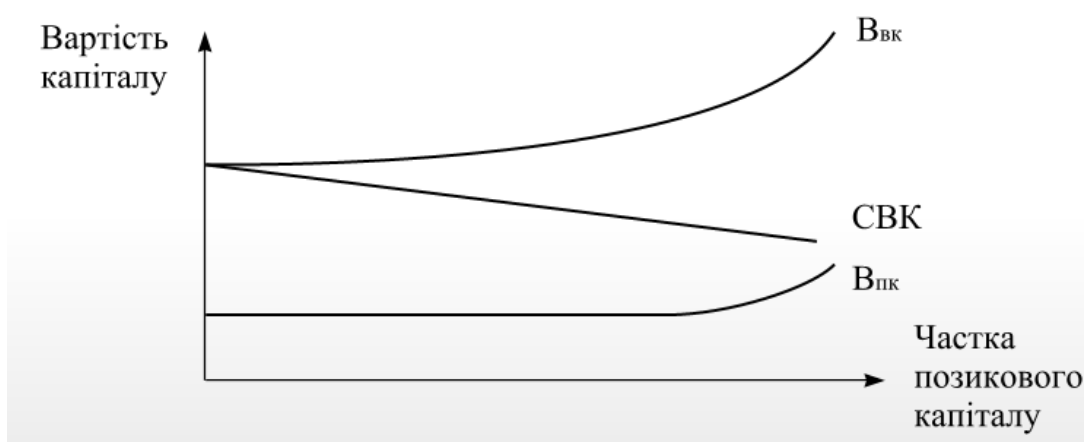


Рис. 5.4. – Залежність вартості й структури капіталу з урахуванням податків згідно з теорією Модільяні-Міллера

В умовах припущення про наявність податків поява позикових коштів у структурі джерел супроводжується зниженням середньозваженої вартості капіталу, а зростання фінансового левериджу призводить до зменшення СВК. Додатково виходить, що ринкова вартість компанії збільшується із зростанням фінансового левериджу і теоретично досягає максимуму при 100%-ному фінансуванні за рахунок позикового капіталу.

Стосовно вартості власного капіталу, її значення зростає, але меншими темпами, ніж в умовах припущень про відсутність податків.

Не зважаючи на привабливість та логічність з позиції математичного обґрунтування залежностей між вартістю компанії і структурою її капіталу, теорія Модільяні-Міллера постійно підлягає слідуючій критиці з боку опонентів, бо вона не враховує реальних умов фінансового ринку (наявності

діапазону процентних ставок, зростаючий ризик внаслідок залучення позикових коштів, необхідність сплати податкових платежів), що перетворюють фінансову структуру підприємства у важливий фактор впливу на його фінансове становище.

### Компромісний підхід

Розвиток теорії Модільяні-Міллера щодо урахування агентських витрат і витрат, пов'язаних з банкрутством призвів до появи так званої компромісної моделі. Оптимальна структура капіталу за цією моделлю визначається співвідношенням вигод від податкового щита (можливості включення плати за позиковий капітал у собівартість) й збитків від можливого банкрутства (рис. 5.5).



Рис. 5.5. – Збільшення вартості власного капіталу через втрати банкрутства

Введення в розгляд збитків з організації додаткового залучення позикового капіталу й витрат можливого банкрутства при великому фінансовому важелі змінює поведінку кривих вартості капіталу при збільшенні позикового фінансування. Із зростанням фінансового важелю вартість позикового та акціонерного капіталу зростає.

При наближенні заборгованості до 100% через різке зростання вартості акціонерного капіталу (пов'язаного з витратами банкрутства) вартість капіталу фірми максимізується.

Оптимальна структура капіталу фірми досягається при низькому фінансовому важелі, коли вартість позикового капіталу зростає повільно, що знижує вартість СВК, але це не конкретне значення рівня фінансового важеля, а деякий інтервал його значень, що дає фінансовому менеджеру компанії певну свободу у формуванні фінансових джерел.

Ціна компанії у компромісному підході перевищує ринкову оцінку “безважелевої” компанії, тобто такої, що не використовує фінансовий важіль, на величину податкової економії за вирахуванням витрат банкрутства (беручи до уваги різночасність чистих грошових потоків це перевищення буде складати  $PV$  економії на податкових платежах за період часу —  $PV$  витрат банкрутства (рис. 5.6).

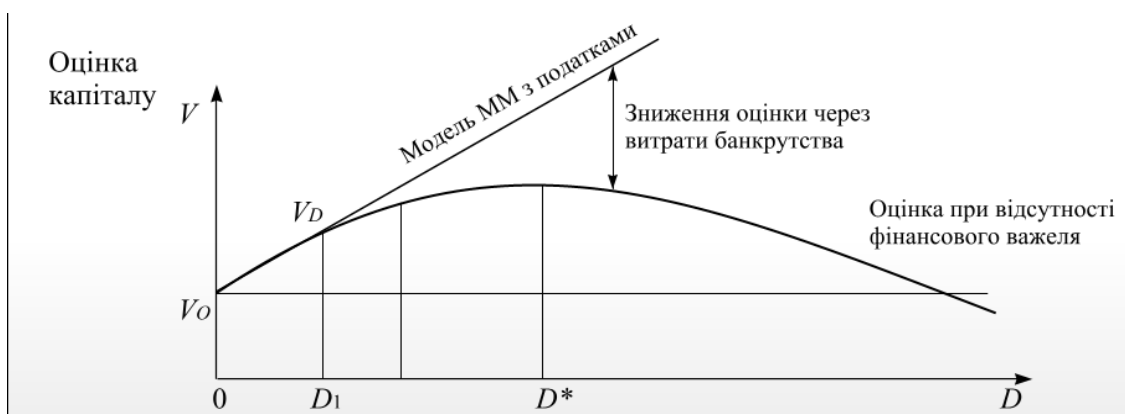


Рис. 5.6. – Порівняння моделі Модільяні-Міллера, що враховує податки, й компромісного підходу до оцінки капіталу

На рис. 5.6:  $D_1/V$  — рівень фінансового важеля, на якому витрати банкрутства матеріалізуються в грошовій формі;  $D^*/V$  — оптимальна структура капіталу, при цьому значенні фінансового важеля граничні податкові вигоди дорівнюють граничним витратам банкрутства.

Витрати банкрутства залежать від ймовірності розорення і ліквідації компанії і величини витрат, пов’язаних з цим процесом. При невеликих позиках ймовірність розорення низька і витрати банкрутства також невеликі. Переваги в оподаткуванні призводять до зростання ринкової оцінки капіталу компанії. У передбанкрутній ситуації акціонери часто відмовляються від мети максимізації



ринкової оцінки всього капіталу і починають діяти в своїх інтересах. Часто використовуваний спосіб рятування компанії — це ризикована гра за рахунок власників позикового капіталу.

Названі дії акціонерів призводять до зниження ринкової оцінки всього капіталу компанії. Однак, використовуючи важелі операційного й фінансового управління, власники власного капіталу можуть розподілити втрати таким чином, що більша їх частина припадає на кредиторів.

Відповідно до компромісного підходу компанії слід встановлювати цільову структуру капіталу так, щоб гранична вартість капіталу і граничний ефект від фінансового важеля були рівні. Загальна рекомендація щодо компромісного підходу зводиться до того, що 100%-й позиковий капітал, і виключно власне фінансування є неоптимальними стратегіями управління.

### **Сигнальний підхід**

У моделях Модільяні-Міллера передбачається, що інвестори і керівництво компанії мають однакову інформацію про перспективи компанії, тобто рішення приймаються в умовах симетричності інформації. Ринку відомі грошові потоки, що генеруються активами компанії і він може правильно оцінити її капітал. У реальному світі керівництво більш інформовано про інвестиційні можливості і ступені недооцінки або переоцінки акцій.

### *Модель Росса 1977 року*

У моделі передбачається можливість фінансовими рішеннями менеджера вплинути на сприйняття ризику інвесторами. Реальний рівень ризику грошових потоків може не змінюватися, але менеджери як монополісти на інформацію про майбутні грошові потоки можуть обирати сигнали про перспективи розвитку. В моделі Росса обґрунтовується вибір сигналів з погляду менеджерів (їх добробуту). Передбачається, що менеджери отримують винагороду за результатами роботи як певну частку від ринкової оцінки всієї компанії (ринкової оцінки всіх грошових потоків, що генеруються активами компанії).

### *Сигнальна модель Майерса-Майлуфа 1984 року*

Сигнальна модель Майерса-Майлуфа є найвідомішою моделлю, яка розглядає інвестиційні й фінансові рішення менеджерів в умовах асиметричності інформації і описує сигнали на фінансовому ринку. В цій моделі передбачається, що менеджери діють в інтересах акціонерів, що існували на момент прийняття рішень (в інтересах так званих старих акціонерів). У моделі показується, коли інвестори на ринку мають помилкову інформацію про оцінку компанії, то фінансування інвестиційних проектів за допомогою емісії акцій зробить ці проекти не вигідними для старих акціонерів. Інші джерела фінансування, ціна яких менше залежить від приватної інформації про компанію (наприклад, боргові зобов'язання) дозволять прийняти позитивне рішення по проекту.

На основі моделі боргу 1977 року й моделі структури капіталу при асиметричності інформації 1984 року. С. Майерс сформував висновки по вибору менеджерами джерел фінансування. Він доводить, що нерозподілений прибуток (внутрішнє джерело) займає переважне місце серед джерел фінансування. Далі йде позиковий капітал, за ним конвертовані облігації. Зовнішній власний капітал займає останнє місце, оскільки розглядається на ринку як негативний сигнал.

Для прийняття рішень по структурі капіталу треба враховувати попередній розвиток компанії та поточну й прогнозу рентабельність діяльності. Компромісна модель не може пояснити, чому при рівності інших факторів (одна галузь, один ступінь ризику) компанії з високою рентабельністю обирають низькі значення фінансового важеля. Концепція вибору джерел фінансування, побудована на сигнальній моделі, дозволяє пояснити цей парадокс. Високорентабельні компанії заробляють достатньо прибутку і не потребують залучення інших, менш бажаних джерел фінансування.

Якщо робота менеджера ставиться в залежність від ринкової оцінки капіталу, то можна на основі сигнальних моделей сформулювати рекомендації щодо надання ринку сигналів. Схематично висновки по найбільш цікавих

моделях і рекомендації наведені в табл. 5.1.

Таблиця 5.1. – Висновки по найбільш цікавим моделям та рекомендації щодо надання ринку сигналів

Теорії	Позитивні та негативні сигнали на ринку
1. Модель Росса 1977 року Вибір структури капіталу показує, як менеджери оцінюють майбутні можливості компанії. Збільшення боргу свідчить про те, що компанія може нести тягар процентних виплат і має достатньо операційного прибутку для отримання вигоди прибуткового щита.	Збільшення фінансового важеля розглядається як позитивний сигнал і реакція ціни акції позитивна.
2. Модель Майерса і Майлуфа 1984 року Структура капіталу визначається потребами в фінансуванні нових проектів. Менеджери є представниками інтересів існуючих акціонерів і не будуть випускати недооцінені акції. В результаті можлива відмова від ефективних інвестиційних проектів або вибір високого значення фінансового важеля.	Продаж акцій на відкритому ринку розглядається як негативний сигнал, і ціна акції падає. Викуп акцій призводить до росту ціни.
3. Модель Міллера і Рока 1985 року Виплати власникам капіталу в будь-якому вигляді (дивіденди, викуп акцій, погашення боргів) показують що компанія здатна генерувати значні грошові потоки.	Об'ява про виплату дивідендів вище за звичайну, викуп акцій, погашення боргів розглядаються як позитивна інформація, і ціна акції зростає. Емісії акцій та облігацій розглядаються як негативні сигнали.
4. Модель Рока 1986 року Недооцінка первісних розташувань акцій. Вибір метода первісного розташування сигналізує про ризик емісії. Середня доходність акції, одержаних за заявками неінформованих інвесторів, що виграли про проведенні первісної емісії, негативна ("прокляття переможця", winner's curse) через надходження до них переоцінених варіантів	Метод максимальних зусиль сигналізує про великий ризик, недооціненість акцій вище, щоб забезпечити інвесторам найбільшу доходність. Ймовірність одержати від'ємну доходність при такому методі нижче.
5. Модель Уелша 1989 року Величина недооцінки при первісному розміщенні — сигнал інвесторам на ринку. Перспективні компанії дають сигнал, який недосяжний неперспективним компаніям через дороговизну. Якщо первісна емісія значно недооцінена (фактично демпінг), то ймовірність виходу з ринку неперспективних компаній є високою через високі прямі та непрямі витрати розміщення.	Первісне розміщення акцій не покриває всю потребу в фінансуванні. Первісна емісія — лише сигнал великих перспектив проектів, недостатні кошти досягаються через додаткові емісії.

### Підхід М.Н. Крейніної

М.Н. Крейніна підходить до управління структурою капіталу підприємства з позиції фінансової стійкості підприємства.

Згідно з підходом, стійке фінансове становище підприємства

визначається достатньо високим рівнем коефіцієнтів поточної ліквідності й забезпеченості власними коштами. Перший з коефіцієнтів збільшується при відносно більш високих темпах зростання капіталу і резервів у порівнянні з темпами зростання короткострокової заборгованості.

Стійке фінансове становище підприємства визначається також високою рентабельністю капіталу. Від цього залежить інвестиційна привабливість підприємства — акціонерного товариства, рівень дивідендів на акції. Але при інших рівних умовах рентабельність капіталу тим вище, чим менше його сума. При заміщенні частини власного капіталу позиковим рентабельність капіталу підвищується. Тому, з одного боку, підприємство не може безмежно збільшувати короткострокову заборгованість (максимальний її обсяг відповідно до офіційно встановленого коефіцієнта ліквідності, що дозволяє вважати підприємство платоспроможним, повинен бути вдвічі менше величини оборотних активів).

Якщо в підприємства є можливість широко використовувати позикові кошти, то краще користуватися довгостроковими позиками, ніж короткостроковими. Але в сучасних умовах така рекомендація має в основному теоретичний характер: довгострокові кредити й позики, як правило, надаються підприємствам в дуже обмежених розмірах, а частіше взагалі не надаються.

У цих умовах виникає пряме протиріччя критеріїв нормального фінансового стану підприємства — коефіцієнта поточної ліквідності й рентабельності акціонерного капіталу і всього капіталу. Збільшення коефіцієнта поточної ліквідності можливо і без зниження короткострокової заборгованості за умови збільшення оборотних активів. Підвищення рентабельності капіталу можливо і без зниження його величини при умові зростання чистого прибутку. Таким чином, протиріччя частково ліквідується, якщо одночасно збільшуються оборотні активи і зростає чистий прибуток при незмінній сумі короткострокової (або всієї заборгованості підприємства кредиторам і банкам).

Повній ліквідації протиріччя заважає така обставина. Крім коефіцієнта

поточної ліквідності, в якості критерію платоспроможності підприємства офіційно прийнятий коефіцієнт забезпеченості власними коштами; його склад полягає в тому, що власні оборотні засоби повинні покривати не менше 10% вартості оборотних активів. На зростанні цього коефіцієнта підвищення вартості оборотних активів проявляється негативно.

Крейніна взаємопов'язала три найважливіших показника фінансового стану підприємства — коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт забезпеченості власними коштами і рентабельність капіталу.

Введемо наступні позначення:

$K_{пл}$  — коефіцієнт поточної ліквідності;

$A_o$  — оборотні активи;

$A_n$  — необоротні активи;

$D_k$  — короткострокова заборгованість підприємства;

$D_d$  — довгострокова заборгованість підприємства;

$K_z$  — коефіцієнт забезпеченості власними коштами;

$K_d$  — коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів;

$K_c$  — коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів;

$M_z$  — запаси матеріально-товарних цінностей;

$O_z$  — основні засоби;

$B_o$  — власні оборотні кошти;

$Пч$  — чистий прибуток;

$P_k$  — рентабельність капіталу;

$$K_{пл} = \frac{A_o}{D_k}.$$

$$K_z = \frac{B_o}{A_o} = 1 - \frac{D_k + D_d}{A_o}.$$

$$P_k = \frac{Пч}{A_n + D_k - D_d}.$$

Визначивши як критерій нормалізацію коефіцієнтів забезпеченості запасів власними оборотними коштами і довгострокового залучення позикових коштів, встановим їхній вплив на коефіцієнт співвідношення позикових і

власних коштів:

$$K_c = \frac{1}{(1 - K_d)(M_z \cdot K_z + O_z)} - 1.$$

Безумовно, управління розміром власних коштів, направлене на збільшення частки власних джерел у загальному обсягу капіталу підприємства, здійснює позитивний вплив на фінансову стійкість підприємства, бо підвищує його фінансову незалежність від зовнішніх джерел фінансування. Однак збереження фінансової стійкості можливо і при частковому покритті власними ресурсами активів підприємства, тоді як зміна структури капіталу підприємства за рахунок збільшення частки позикових коштів може призвести до значного збільшення результативних показників.

### **Підхід Є.С. Стоянової**

*Ефект фінансового важеля (перша концепція). Раціональна позикова політика*

Є.С. Стоянова запропонувала свій підхід до управління структурою фінансового капіталу — з боку управління теорією фінансового левериджу.

Ефект фінансового важеля — це приріст до рентабельності власних коштів, що отримується завдяки використанню кредиту, не зважаючи на платність останнього.

Є.С. Стоянова дає такі рекомендації:

1. Підприємство, яке використовує лише власні кошти, обмежує їхню рентабельність приблизно 2/3 економічної рентабельності.

2. Підприємство, яке використовує кредит, збільшує або зменшує, рентабельність власних коштів залежно від співвідношення власних і позикових коштів у пасиві й від величини відсоткової ставки. Тоді виникає ефект фінансового важеля:

$$PBK = \frac{2}{3} EP + E\Phi B,$$

де  $PBK$  — чиста рентабельність власних коштів;  $EP$  — економічна рентабельність;  $E\Phi B$  — ефект фінансового важеля.

Для вирішення питання про те, як розрахувати й реалізувати ефект фінансового важеля таким чином, щоб надолужити третю частину економічної рентабельності активів, що втрачається через оподаткування, або навіть “перекомпенсувати” податкові вилучення прирощенням власних коштів, треба розглянути механізм дії фінансового важеля. Не важко помітити, що цей ефект виникає через розбіжність між економічною рентабельністю і вартістю позикових коштів — середньою розрахунковою ставкою відсотку (*CPCB*). Іншими словами, підприємство повинно напрацювати таку економічну рентабельність, щоб коштів вистачило хоча б для виплати відсотків за кредит:

$$CPCB = \left( \frac{\Phi B \phi}{PK_3} \right) \cdot 100,$$

де *CPCB* — середня розрахункова ставка відсотку; *ΦBφ* — всі фактичні фінансові витрати за всіма кредитами за період, що аналізується; *PK<sub>3</sub>* — загальна сума позикових коштів, що використовуються в періоді, що аналізується.

Це найчастіше використовувана на практиці формула обчислення середньої ціни, в яку обходяться підприємству позикові кошти. Але можна розраховувати цю величину за середньозваженою вартістю кредитів та позик, можна також додавати до позикових коштів гроші, отримані підприємством від випуску привілейованих акцій. Деякі економісти наполягають на останньому тому що за привілейованими акціями сплачується гарантований дивіденд, який поріднює даний спосіб і, крім того, при ліквідації підприємства власники привілейованих акцій мають практично рівні з кредиторами права на те, що їм належить. Така позиція заслуговує на увагу. Якщо розцінювати кошти, мобілізовані випуском привілейованих акцій, як позикові, то важливо не забути включити у фінансові витрати суми дивідендів (що виплачуються з прибутку після оподаткування і тому обтяжуються сумою податку на прибуток), а також витрати по емісії та розміщенню цих акцій.

Тепер можна виділити першу складову ефекту фінансового важеля: це так званий *диференціал* — різниця між економічною рентабельністю активів і

середньою розрахунковою ставкою відсотку по позикових коштах. Через оподаткування від диференціалу залишаються лише дві третини ( $1 - \text{ставка оподаткування прибутку}$ ), тобто  $2/3 (EP - CPCB)$ .

Друга складова — *плече фінансового важеля* — характеризує силу впливу фінансового важеля. Це співвідношення між позиковими й власними коштами. Об'єднаємо обидві складові ефекту фінансового важеля і отримаємо

$$EFB = \frac{2}{3} D \cdot ПФВ, \text{ або } EFB = \frac{2}{3} (EP - CPCB) \cdot \frac{ПК}{ВК},$$

де  $EFB$  — ефект фінансового важеля;  $EP$  — економічна рентабельність;  $CPCB$  — середня розрахункова ставка відсотку;  $D$  — диференціал;  $ПФВ$  — плече фінансового важеля;  $ПК$  — позиковий капітал;  $ВК$  — власний капітал.

Таким чином, перший спосіб розрахунку рівня фінансового важеля:

$$EFB = (1 - СОП) \cdot (EP - CPCB) \cdot \frac{ПК}{ВК},$$

де  $СОП$  — ставка оподаткування прибутку.

Цей спосіб відкриває широкі можливості для визначення безпечного обсягу позикових коштів, розрахунку допустимих умов кредитування, а в поєднанні з формулою  $PBK = 2/3 EP + EFB$  — також для полегшення податкового тягара для підприємства. Ця формула виводить на доцільність придбання акцій підприємства з тими чи іншими значеннями диференціалу, плеча фінансового важеля і рівня ефекту фінансового важеля в цілому.

Стоянова сформулювала два важливих правила:

1. Якщо нова позика приносить підприємству підвищення рівня ефекту фінансового важеля, то така позика вигідна. Але при цьому необхідно найуважнішим чином слідкувати за станом диференціалу: при нарощенні плеча фінансового важеля банкір схильний компенсувати зростання свого ризику підвищенням ціни свого кредиту.

2. Ризик кредитора виражається величиною диференціала: чим більше диференціал, тим менше ризик; чим менше диференціал, тим більше ризик.

Багато західних економістів вважають, що золота середина близька до 30-50%, тобто що ефект фінансового важеля оптимально повинен дорівнювати



одній третині — половині рівня економічної рентабельності активів. Тоді ефект фінансового важеля здатний немовби компенсувати податкові вилучення й забезпечити власним коштам гідну віддачу.

*Ефект фінансового важеля (друга концепція). Фінансовий ризик*

Ефект фінансового важеля можна також трактувати як зміна чистого прибутку на кожну звичайну акцію (у відсотках), що породжується даною зміною нетто-результату експлуатації інвестицій (також у відсотках). Таке сприйняття ефекту фінансового важеля характерно в основному для американської школи фінансового менеджменту. Ось як американські економісти розраховують силу впливу фінансового важеля:

$$CB\Phi B = \frac{ЗЧП_A}{ЗНРЕІ},$$

де  $CB\Phi B$  – сила впливу фінансового важеля;  $ЗЧП_A$  – зміна (%) чистого прибутку на акцію;  $ЗНРЕІ$  – зміна (%) нетто-результату експлуатації інвестицій.

За допомогою цієї формули відповідають на запитання, на скільки відсотків зміниться чистий прибуток на кожну звичайну акцію при зміні нетто-результату експлуатації інвестицій на один відсоток.

Серія послідовних перетворень формули дає

$$CB\Phi B = 1 + \frac{K_{np}}{БП},$$

де  $K_{np}$  – проценти за кредит;  $БП$  – балансовий прибуток.

Чим більша сила впливу фінансового важеля, тим більший фінансовий ризик, пов'язаний з підприємством:

1. Зростає ризик неповернення кредиту з відсотками для банкіра.
2. Зростає ризик падіння дивіденду та курсу акцій для інвестора.

Наведена формула сили впливу фінансового важеля не дає, на жаль, відповіді на запитання про безпечну величину й умови позики, але вона виводить безпосередньо на розрахунок сполученого впливу фінансового й операційного важелів і визначення сукупного рівня ризику, пов'язаного з підприємством.

Таким чином, при формуванні раціональної структури капіталу виходять, як правило, із загальної установки: знайти таке співвідношення між позиковими й власними коштами, при якому вартість акції підприємства буде найвищою. Це, в свою чергу, стає можливим при достатньо високому, але не надмірному ефекті фінансового важеля. Рівень заборгованості слугує для інвестора чутливим ринковим індикатором добробуту фірми. Занадто висока питома вага позикових коштів у пасивах свідчить про підвищений ризик банкрутства. Якщо підприємство обходиться власними коштами, то ризик банкрутства обмежується, але інвестори, які отримують скромні дивіденди, вважають, що підприємство не переслідує мети максимізації прибутку, й починають скидати акції, тим самим знижуючи ринкову вартість підприємства.

Існують такі важливі правила:

1. Якщо нетто-результат експлуатації інвестицій у розрахунку на акцію невеликий (а при цьому диференціал фінансового важеля, як правило, від'ємний, чиста рентабельність власних коштів і рівень дивіденду — понижені), то вигідніше нарощувати власні кошти за рахунок емісії акцій, ніж брати кредит: залучення позикових коштів обходиться підприємству дорожче залучення власних коштів. Однак можливі труднощі в процесі первісного розміщення акцій.

2. Якщо нетто-результат експлуатації інвестицій у розрахунку на акцію великий (а при цьому диференціал фінансового важеля частіше всього позитивний, чиста рентабельність власних коштів і рівень дивіденду — підвищений), то вигідніше брати кредит, ніж нарощувати власні кошти: залучення позикових коштів обійдеться підприємству дешевше залучення власних коштів. Таким чином, необхідний контроль над силою впливу фінансового й операційного важелів у випадку їх можливого одночасного зростання.

Ці правила базуються на:

- порівняльному аналізу чистої рентабельності власних коштів і чистого прибутку в розрахунку на акцію при тих чи інших варіантах структури

пасивів підприємства;

- на розрахунку граничного (критичного) значення нетто-результата експлуатації інвестицій.

Між величиною нетто-результата експлуатації інвестицій і розміром чистого прибутку в розрахунку на кожну звичайну акцію існує взаємозв'язок, що описується формулою

$$\text{ЧП}_A = \frac{(1 - \text{СОП}) \cdot (\text{HPEI} - \text{Knp})}{\text{KЗА}},$$

де  $\text{ЧП}_A$  — чистий прибуток в розрахунку на звичайну акцію;  $\text{СОП}$  — ставка оподаткування прибутку;  $\text{HPEI}$  — нетто-результат експлуатації інвестицій;  $\text{Knp}$  — проценти за кредит;  $\text{KЗА}$  — кількість звичайних акцій.

Аналіз свідчить, що найменшу чисту рентабельність власних коштів та найнижчий прибуток на акцію підприємство буде мати при низькому значенні  $\text{HPEI}$  у разі залучення кредиту, тому що існує загроза від'ємного значення величини ефекту фінансового важеля, який замість приросту до чистої рентабельності перетворюється на відрахування від неї і знижує чистий прибуток на акцію.

При фінансуванні виробництва такого самого, низького, значення  $\text{HPEI}$  тільки за рахунок власних коштів чиста рентабельність власних коштів і чистий прибуток на акцію покращуються, але підприємство недоотримує доходів через обмеженість своїх можливостей: нестача капіталу обертається недобором  $\text{HPEI}$ .

У варіанті, коли підприємство має високе значення  $\text{HPEI}$  і фінансується за рахунок власних коштів, воно може досягти більш високого рівня чистої рентабельності власних коштів і чистого прибутку на акцію.

І у випадку, коли при залученні кредиту підприємство має високе значення  $\text{HPEI}$ , ми маємо високий рівень чистої рентабельності власних коштів й чистого прибутку на акцію, маємо також податкову економію, але виникає, звичайно, фінансовий ризик, і виявляється реальна перспектива підвищення курсу акцій підприємства.

Граничне (критичне) значення нетто-результата експлуатації

інвестицій — це таке значення  $HPEI$ , при якому чистий прибуток на акцію (чиста рентабельність власних коштів) однаковий як для варіанта із залученням позикових коштів, так і для варіанта з використанням виключно власних коштів. А це означає, що рівень фінансового важеля дорівнює нулю — або за рахунок нульового значення диференціалу (тоді  $EP = CPCB$ ), або за рахунок нульового плеча важеля (тоді позикових коштів просто немає).

Отже граничному значенню  $HPEI$  відповідає гранична (критична) середня ставка відсотку, що співпадає з рівнем економічної рентабельності активів. Надмірні фінансові витрати підприємства по позикових коштах, що виводять  $CPCB$  за граничне значення, не вигідні підприємству, тому що дають йому від'ємний диференціал і обертаються зниженням чистої рентабельності власних коштів і чистого прибутку на акцію.

Таким чином, у викладених вище правилах, за підходом Є.С. Стоянової сформульовані головні критерії формування раціональної структури капіталу підприємства. Кількісне співвідношення тих чи інших джерел в цій структурі визначається для кожного підприємства на основі вказаних критеріїв, але суто індивідуально.

### **Підхід В.В. Ковальова**

Підхід В.В. Ковальова щодо ефективного управління капіталом підприємства та його структурою базується на побудові балансових моделей оцінки фінансового стану підприємства, які отримали широке розповсюдження в літературі, їх інколи називають моделями В.В.Ковальова.

Цей методичний підхід побудований на визначенні наступних показників:

1. Власні обігові кошти ( $ВOK$ ) підприємства визначаються за наступною формулою:

$$BOK = BK + ДП - ПА,$$

де  $BK$  — власний капітал;  $ДП$  — довгострокові зобов'язання;  $ПА$  — позаобігові активи.

Застосування цієї формули буде коректним лише за умови, що

довгострокові кредити використовуються для здійснення виробничого розвитку підприємства.

2. Нормальні джерела фінансування запасів (*НДФЗ*):

$$НДФЗ = ВОК + БкрОК + ТКрЗ ,$$

де *ВОК* – власні обігові кошти; *БкрОК* – банківські кредити для формування обігових коштів; *ТКрЗ* – кредиторська заборгованість товарного характеру.

Банківські кредити для формування обігових коштів і кредиторська заборгованість товарного характеру приймаються в розрахунок тільки в обсягах заборгованості, строк погашення якої минув.

3. Запаси й витрати (*ЗВ*):

$$ЗВ = З + ВМП ,$$

де *З* – запаси; *ВМП* – витрати майбутніх періодів.

Залежно від співвідношення розрахованих показників визначають такі типи фінансової стійкості:

Абсолютна фінансова стійкість: за умови, що  $ЗВ < ВОК$ .

Підприємство є абсолютно незалежним від зовнішніх кредиторів, оскільки всі необхідні оборотні активи формуються за рахунок власних джерел фінансування.

Така ситуація на підприємстві трапляється рідко, її не можна вважати ідеальною, оскільки використання позик для формування оборотних активів є розповсюдженою політикою фінансування. За настання абсолютної фінансової стійкості підприємство не використовує переваг, які має зовнішнє фінансування, при цьому обмежуючи зростання обсягів своєї діяльності.

Нормальна фінансова стійкість: за умови, що  $ВОК < ЗВ < НДФЗ$ .

На підприємстві застосовується ефективна політика залучення і використання позикових коштів, виробничі потреби підприємства в повному обсязі забезпечуються різноманітними джерелами фінансування (ВОК, короткострокові банківські кредити й позики для покриття оборотних активів, розрахунки з кредиторами за товари, роботи, послуги), строк сплати яких не настав.

Критична фінансова стійкість: за умови, що  $ЗВ < НДФЗ$ .

На підприємстві виникли певні проблеми з джерелами фінансування запасів і витрат. Для формування певної частини оборотних активів використовуються джерела фінансування які не можна вважати нормальними (позикові кошти, що отримані для інших цілей, кредиторська заборгованість не товарного характеру, кошти фондів спеціального призначення).

Катастрофічна фінансова стійкість: за умови, що  $ЗВ < НДФЗ$ , та підприємство має непогашені у встановлений термін кредити та позики.

Підприємство не може розрахуватися вчасно по всіх кредитах.

Таким чином, наявність цілої низки підходів щодо проблеми ефективності управління капіталом та його структурою обумовлена неоднозначним впливом структури капіталу на різноманітні аспекти його діяльності. Різні думки вчених з даного питання пояснюються виділенням окремих характеристик діяльності підприємства як критерія управління співвідношенням власних і позикових коштів.

### **Питання для самоперевірки**

1. Назвіть підходи щодо проблеми ефективності управління капіталом.
2. Розкрийте поняття «середньозважена вартість капіталу».
3. Розкрийте суть традиційного погляду на залежність вартості та структури капіталу.
4. Як залежить вартість і структура капіталу згідно з теорією Модільяні-Міллера?
5. Охарактеризуйте цільову структуру капіталу згідно з компромісним підходом.

## ТЕМА 6

### ОЦІНКА ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

В системі дослідження ефективності використання капіталу найбільше розповсюдження отримали такі групи аналітичних фінансових коефіцієнтів:

- коефіцієнти оцінки рентабельності капіталу;
- коефіцієнти оцінки капіталовіддачі;
- коефіцієнти оцінки оборотності капіталу;
- показники фінансової стійкості;
- показники типів фінансової стійкості підприємства;
- показники ліквідності та платоспроможності підприємства;
- коефіцієнт фінансового левереджу;
- показники середньозваженої вартості капіталу.

**1. Коефіцієнти оцінки рентабельності капіталу** характеризують його здатність створювати необхідний прибуток у процесі господарської діяльності підприємства і визначають загальну ефективність його використання. Для проведення такої оцінки застосовують наступні показники:

а) Коефіцієнт рентабельності всього капіталу, що використовується, або коефіцієнт економічної рентабельності. Він характеризує рівень чистого прибутку, який генерується сукупним обсягом капіталу (що використовується) підприємства. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$P_{\kappa} = \frac{ЧП_o}{\bar{K}},$$

де  $ЧП_o$  – загальна сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності в даному періоді;  $\bar{K}$  – середня сума всього капіталу, що використовується на підприємстві в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) Коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності. Він характеризує рівень прибутковості власного капіталу, вкладеного в підприємство. Для розрахунку цього показника використовується

наступна формула:

$$P_{ск} = \frac{ЧП_o}{\overline{СК}},$$

де  $ЧП_o$  – загальна сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності в даному періоді;  $\overline{СК}$  – середня сума власного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) Коефіцієнт рентабельності всього основного капіталу. Він характеризує ефективність використання всього основного капіталу підприємства, вкладеного в його необоротні активи. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$P_{ок} = \frac{ЧП_o}{\overline{О_сК}},$$

де  $ЧП_o$  – загальна сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності в даному періоді;  $\overline{О_сК}$  – середня сума всього основного капіталу, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

г) Коефіцієнт рентабельності оборотного капіталу. Він характеризує рівень прибутковості оборотного капіталу, що використовується підприємством. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$P_{обк} = \frac{ЧП_{pn}}{\overline{О_оК}},$$

де  $ЧП_{pn}$  – сума чистого прибутку підприємства від реалізації продукції (операційної діяльності) в даному періоді;  $\overline{О_оК}$  – середня сума оборотного капіталу, що використовується в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

д) Коефіцієнт рентабельності позикового капіталу. Він характеризує рівень прибутковості позикового капіталу, що використовується в конкретних видах діяльності або господарських операцій. При розрахунку цього показника використовують формулу:

$$P_{зк} = \frac{ЧП_o}{\overline{ПК}},$$



де  $ЧП_0$  – сума чистого прибутку, що отриманий за рахунок використання позикового капіталу в окремих видах діяльності або господарських операцій;  
 $\overline{ПК}$  – середня сума позикового капіталу, що залучена підприємством для здійснення окремих видів діяльності або окремих видів господарських операцій;

е) Коефіцієнт рентабельності активів відображає ефективність використання майна підприємства:

$$P_{акт} = \frac{ЧП}{\overline{А}},$$

де  $ЧП$  – сума чистого прибутку;  $\overline{А}$  – середня сума активів.

є) Рентабельність чистих активів

$$P_{ЧА} = \frac{ЧП}{\overline{ЧА}},$$

де  $ЧП$  – сума чистого прибутку;  $\overline{ЧА}$  – середня сума чистих активів.

ж) Рентабельність оборотних активів

$$P_{ОА} = \frac{ЧП}{\overline{ОА}},$$

де  $ЧП$  – сума чистого прибутку;  $\overline{ОА}$  – середня сума оборотних активів.

Наведені показники вивчають в динаміці й за тенденцією їхньої зміни судять про ефективність ведення господарської діяльності. У процесі аналізу показники рентабельності можуть бути розраховані як за балансовим, так і за чистим прибутком. Показники, розраховані за балансовим прибутком, мають назву економічної рентабельності.

**2. Коефіцієнти оцінки капіталовіддачі** характеризують продуктивність (продукт капіталу) окремих видів і всієї сукупності капіталу, що задіяний в операційній діяльності підприємства, тобто в певній мірі слугує вимірником ефективності операційної діяльності підприємства. Для проведення такої оцінки використовують наступні показники:

а) Коефіцієнт загальної капіталовіддачі. Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, що приходить на одиницю капіталу, який використовують в операційному процесі. Розрахунок цього показника

здійснюють за формулою

$$KK = \frac{OP}{\overline{OO_cK} + \overline{O_oK}},$$

де  $OP$  – загальний обсяг реалізації (виробництва) продукції в даному періоді;  
 $\overline{OO_cK}$  – середня сума операційного основного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);  
 $\overline{O_oK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) Коефіцієнт капіталовіддачі власного капіталу. Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, яка припадає на одиницю власного капіталу, що задіяний в операційній діяльності підприємства. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$KK_c = \frac{OP}{\overline{CK_{od}}},$$

де  $OP$  – загальний обсяг реалізації (виробництва) продукції в даному періоді;  
 $\overline{CK_{od}}$  – середня сума власного капіталу підприємства, який задіяний в його операційній діяльності в розглядуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) Коефіцієнт капіталовіддачі основного капіталу. Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, яка припадає на одиницю основного капіталу, що використовується у виробничій діяльності підприємства. При розрахунку цього показника використовують формулу:

$$KK_{oc} = \frac{OP}{\overline{OO_cK}},$$

де  $OP$  – загальний обсяг реалізації (виробництва) продукції в даному періоді;  
 $\overline{OO_cK}$  – середня сума операційного основного капіталу підприємства, що використовується в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

г) Коефіцієнт капіталовіддачі оборотного капіталу. Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, що припадає на одиницю оборотного капіталу підприємства. Розрахунок цього показника здійснюють за наступною

формулою:

$$KK_{об} = \frac{OP}{\overline{O_o K}},$$

де  $OP$  – загальний обсяг реалізації (виробництва) продукції в даному періоді;  
 $\overline{O_o K}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

**3. Коефіцієнти оцінки оборотності** капіталу характеризують, наскільки швидко капітал в цілому й окремі його елементи, що використовуються підприємством, обертаються в процесі його господарської діяльності. Для оцінки оборотності капіталу підприємства застосовують наступні показники:

а) Період обороту всього капіталу підприємства, що використовується, в днях. Цей показник характеризує число днів, протягом яких здійснюється один оборот власних і позикових коштів, а також капіталу в цілому. Чим менший період обороту капіталу, тим вище, при інших рівних умовах, ефективність його використання на підприємстві, оскільки кожен оборот капіталу генерує певну додаткову суму прибутку. Цей показник розраховують за формулою:

$$ПО_{\kappa} = \frac{\overline{K}}{OP_o},$$

де  $\overline{K}$  – середня сума всього капіталу, що використовується підприємством, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);  $OP_o$  – одноденний обсяг реалізації продукції в даному періоді;

б) Коефіцієнт оборотності, або швидкість обороту показує кількість повних оборотів (разів), які здійснюються оборотним капіталом за період часу, що аналізується. Із зростанням показника прискорюється оберненість оборотних засобів, а отже ефективність використання оборотних засобів покращується:

$$K_{об} = \frac{B_p}{\overline{OK}},$$

де  $B_p$  – виручка від реалізації продукції, робіт, послуг;  $\overline{OK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) Тривалість одного обороту. Скорочення часу обороту призводить до вивільнення засобів з обороту, а його збільшення — до додаткової потреби в оборотних засобах:

$$T = \frac{\overline{OK} \times 3П}{B_p},$$

де  $B_p$  – виручка від реалізації продукції, робіт, послуг;  $\overline{OK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);  $3П$  – звітний період в днях.

г) Період обороту капіталу, що використовується в операційній діяльності підприємства:

$$ПО_{од} = \frac{\overline{OO_cK} + \overline{O_oK}}{OP_o},$$

де  $OP_o$  – одноденний обсяг реалізації продукції в даному періоді;  $\overline{OO_cK}$  – середня сума операційного основного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);  $\overline{O_oK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

д) Період обороту оборотного капіталу:

$$ПО_{об} = \frac{\overline{O_oK}}{OP_o},$$

де  $OP_o$  – одноденний обсяг реалізації продукції в даному періоді;  $\overline{O_oK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

е) Період обороту власного капіталу в днях:

$$ПО_{ск} = \frac{\overline{СК}}{OP_o},$$

де  $OP_o$  – одноденний обсяг реалізації продукції в даному періоді;  $\overline{СК}$  – середня сума власного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

є) Коефіцієнт закріплення оборотних засобів показує розмір оборотних

засобів на 1 у.о. реалізованої продукції:

$$K_{zo} = \frac{\overline{OK}}{B_p},$$

де  $B_p$  – виручка від реалізації продукції, робіт, послуг;  $\overline{OK}$  – середня сума оборотного капіталу підприємства, що використовується, в даному періоді (розрахована як середня хронологічна).

Прискорення оборотності капіталу сприяє скороченню потреби в оборотному капіталі (абсолютне вивільнення), приросту обсягів продукції (відносне вивільнення), а отже збільшенню прибутку. У результаті покращується фінансовий стан підприємства, закріплюється платоспроможність.

Уповільнення оборотності потребує залучення додаткових коштів для продовження господарської діяльності підприємства хоча б на рівні минулого періоду.

**4.** Для оцінки ефективності використання капіталу підприємства розглядається система **коефіцієнтів фінансової стійкості** підприємства, які дозволяють виявити рівень фінансового ризику, пов'язаного зі структурою джерел формування капіталу підприємства, а отже і ступінь фінансової стабільності у процесі майбутнього розвитку. Для проведення такої оцінки розраховують і вивчають в динаміці наступні коефіцієнти:

а) Коефіцієнт автономії дозволяє визначити, в якій мірі активи, що використовуються підприємством, сформовані за рахунок власного капіталу, тобто частку чистих активів підприємства в їх загальній сумі. Розрахунок цього показника здійснюють за формулами:

$$KA = \frac{CK}{K}; \quad KA = \frac{ЧА}{A},$$

де  $CK$  – сума власного капіталу підприємства на певну дату;  $ЧА$  – вартість чистих активів підприємства на певну дату;  $K$  – загальна сума капіталу підприємства на певну дату;  $A$  – загальна вартість активів підприємства на певну дату.

Нормальне мінімальне значення коефіцієнта автономії оцінюється на

рівні 0,5 і означає, що всі зобов'язання підприємства можуть бути покриті його власними коштами. Зростання коефіцієнта автономії свідчить про зростання фінансової незалежності підприємства, зниження ризику фінансових труднощів у майбутніх періодах;

б) Коефіцієнт фінансової залежності характеризує відношення суми власного й позикового капіталу до загальної суми капіталу, що використовується підприємством, і дозволяє виявити фінансовий потенціал майбутнього розвитку підприємства. Динаміка цього коефіцієнта протягом певного терміну часу показує зміну частки власного й позикового капіталу в загальній сумі капіталу, що використовується, зростання або зменшення фінансової залежності від партнерів:

$$K_{\phi z} = \frac{K_n + K_e}{K_z},$$

де  $K_{\phi z}$  – коефіцієнт фінансової залежності;  $K_n$  – позиковий капітал;  $K_e$  – власний капітал;  $K_z$  – загальний капітал;

в) Коефіцієнт фінансування. Він характеризує обсяг залучених позикових коштів на одиницю власного капіталу, тобто ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування.

$$K\Phi = \frac{K_n}{K_e},$$

де  $K\Phi$  – коефіцієнт фінансування;  $K_n$  – позиковий капітал;  $K_e$  – власний капітал;

г) Коефіцієнт співвідношення власного й позикового капіталу, що дорівнює відношенню власних коштів до суми зобов'язань підприємства:

$$K_{cn} = \frac{K_e}{Z},$$

де  $K\Phi$  – співвідношення власного і позикового капіталу;  $K_e$  – власний капітал;  $Z$  – зобов'язання.

Нормальним значенням цього показника вважається значення, що перевищує одиницю.

Нерідко в аналітичній практиці використовують показник, обернений до показника фінансової стійкості — коефіцієнт заборгованості ( $K_z$ ), який показує

частку позикового капіталу в загальній сумі капіталу, що використовується. Його розраховують за формулою:

$$K_3 = \frac{3}{K_6}.$$

Відповідно позитивно оцінюється значення показника нижче одиниці;

д) Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами, який розраховується як відношення суми власного оборотного капіталу підприємства та поточних активів (сума запасів і витрат, дебіторської заборгованості, грошових коштів підприємства і короткострокових цінних паперів):

$$K_{BOZ} = \frac{BOK}{ПА},$$

де  $K_{BOZ}$  – коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами;  $BOK$  – власний оборотний капітал;  $ПА$  – поточні активи.

Нормальним вважається значення показника, що перевищує 0,1;

е) Коефіцієнт покриття інвестицій або коефіцієнт фінансової стабільності, який характеризує частку власного капіталу і довгострокових зобов'язань у загальній сумі активів підприємства:

$$K_{III} = \frac{BK + ДЗ}{A},$$

де  $K_{III}$  – коефіцієнт покриття інвестицій;  $BK$  – власний капітал;  $ДЗ$  – довгострокові зобов'язання;  $A$  – загальна сума активів.

В аналітичній практиці прийнято вважати нормальним значення коефіцієнта, що наближається до 0,9.

є) Коефіцієнт інвестування або забезпеченості власним капіталом, який показує ступінь покриття джерелами власних і прирівняних до них коштів суми основних засобів та інших необоротних активів:

$$K_I = \frac{BK}{OЗ},$$

де  $K_I$  – коефіцієнт інвестування;  $BK$  – власний капітал;  $OЗ$  – основні засоби.

Якщо коефіцієнт інвестування більше одиниці, то це є свідченням про

достатність власного капіталу;

ж) Коефіцієнт маневреності власного капіталу, який розраховується як відношення власного оборотного капіталу й власного капіталу:

$$K_{MBK} = \frac{BOK}{BK},$$

де  $K_{MBK}$  – коефіцієнт маневреності власного капіталу;  $BOK$  – власний оборотний капітал;  $BK$  – власний капітал.

Цей коефіцієнт показує, яка частина власного оборотного капіталу підприємства заходиться в мобільній формі й може бути використана при необхідності наповнення оборотних засобів, а яка частина спрямовується на накопичення. Забезпеченість поточних активів власним капіталом є гарантією стійкості фінансового стану при нестійкій фінансовій політиці в державі. Високі значення коефіцієнта маневреності позитивно характеризують фінансовий стан. Вважається нормальним значення цього показника вище 0,4...0,6;

з) Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів, який характеризує структуру капіталу, що використовується для довгострокових інвестицій, тобто показує, яка частина основних засобів та інших необоротних активів профінансована зовнішніми інвесторами і належить до них, а не до власників підприємства. Коефіцієнт розраховують як співвідношення довгострокових зобов'язань до суми власного капіталу підприємства та його довгострокових зобов'язань:

$$K_{ДЗ} = \frac{ДЗ}{BK + ДЗ},$$

де  $K_{ДЗ}$  – коефіцієнт довгострокового залучення;  $BK$  – власний капітал;  $ДЗ$  – довгострокові зобов'язання.

Зростання цього показника в певному розумінні — негативна тенденція, яка означає, що підприємство все сильніше залежить від зовнішніх інвесторів;

и) Коефіцієнт короткострокової заборгованості, який відображає структуру залученого капіталу і визначається через відношення короткострокових зобов'язань до їх загальної суми:



$$K_{KЗ} = \frac{KЗ}{KЗ + ДЗ},$$

де  $K_{KЗ}$  – коефіцієнт короткострокової заборгованості;  $KЗ$  – короткострокові зобов'язання;  $ДЗ$  – довгострокові зобов'язання;

і) Коефіцієнт кредиторської заборгованості, який показує частку кредиторської заборгованості в загальній сумі зобов'язань підприємства:

$$K_{KpЗ} = \frac{KpЗ}{KЗ + ДЗ},$$

де  $K_{KpЗ}$  – коефіцієнт кредиторської заборгованості;  $KpЗ$  – кредиторська заборгованість;  $KЗ$  – короткострокові зобов'язання;  $ДЗ$  – довгострокові зобов'язання.

Зростання цього показника характеризується негативно.

Перелік наведених показників, що використовуються для оцінки фінансової стійкості підприємств, досить місткий, тому, доцільність вибору тих чи інших показників для цілей аналізу перш за все повинна визначатися специфікою фінансово-господарської діяльності підприємства.

Аналіз фінансової стійкості підприємства дозволяє оцінити ступінь стабільності його фінансового розвитку й рівень фінансових ризиків, що створюють загрозу його банкрутства.

**5.** Залежно від співвідношення показників матеріально-виробничих запасів, власного оборотного капіталу та інших джерел формування запасів можна з певною відносністю виділити такі **типи фінансової стійкості**.

а) Абсолютна фінансова стійкість, що являє собою граничний тип фінансової стійкості. Вона задається умовою

$$МЗ < ВОК,$$

де  $МЗ$  – матеріально-виробничі запаси;  $ВОК$  – власний оборотний капітал.

Це співвідношення показує, що всі запаси повністю покриваються власним оборотним капіталом, тобто підприємство не залежить від зовнішніх джерел фінансування;

б) Нормальна фінансова стійкість, яка гарантує платоспроможність підприємства. Вона описується виразом:

$$BOK < MЗ < BOK + KK + KpЗ,$$

де  $MЗ$  – матеріально-виробничі запаси;  $BOK$  – власний оборотний капітал;  $KK$  – короткострокові кредити банків і позики;  $KpЗ$  – кредиторська заборгованість.

Наведене співвідношення відповідає положенню, коли підприємство, що успішно функціонує, використовує для покриття запасів “нормальні джерела капіталу” — власні й залучені;

в) Нестійке фінансове становище, пов’язане з порушенням платоспроможності, при якому, однак, зберігається здатність поновлення рівноваги за рахунок джерел, що послаблюють фінансове напруження:

$$MЗ = BOK + KK + KpЗ + \Phi H,$$

де  $MЗ$  – матеріально-виробничі запаси;  $BOK$  – власний оборотний капітал;  $KK$  – короткострокові кредити банків і позики;  $KpЗ$  – кредиторська заборгованість;  $\Phi H$  – фінансове напруження.

Фінансова нестійкість вважається допустимою, якщо величина залучених для формування запасів і витрат короткострокових кредитів і позикових коштів не перевищує сумарної вартості виробничих запасів, готової продукції і товарів (найбільш ліквідної частини запасів і витрат);

г) Кризовий фінансовий стан, при якому підприємство знаходиться на межі банкрутства, оскільки в цій ситуації грошові кошти, короткострокові цінні папери й кредиторська заборгованість підприємства не покривають навіть його кредиторської заборгованості й прострочених позик:

$$MЗ > BOK + KK + KpЗ + \Phi H.$$

Кризовий фінансовий стан характеризується також наявністю регулярних неплатежів, за якими кризовий стан може бути класифікований наступним чином: перший ступінь – наявність прострочених позик банку; другий ступінь – наявність, крім того, простроченої заборгованості постачальникам за товари; третій ступінь – наявність, крім того, недоїмок до бюджетів, що практично межує з банкрутством.

**6. Коефіцієнти оцінки ліквідності й платоспроможності** характеризують здатність підприємства своєчасно розраховуватися за своїми

поточними фінансовими зобов'язаннями за рахунок оборотних активів різного рівня ліквідності. Проведення такої оцінки потребує попереднього групування оборотних активів підприємства за рівнем ліквідності:

Ліквідні — всі оборотні активи;

Швидколіквідні — оборотні активи без урахування суми всіх запасів;

Готові засоби платежу — сума грошових коштів і поточних фінансових інвестицій.

Для проведення оцінки ліквідності і платоспроможності в процесі фінансового аналізу використовують наступні показники:

а) Коефіцієнт абсолютної ліквідності, показує в якій мірі всі поточні зобов'язання підприємства забезпечені готовими засобами платежу, які воно має в наявності на певну дату:

$$K_{\text{АЛ}} = \frac{ГК + П\Phi I}{ПЗ},$$

де  $K_{\text{АЛ}}$  — коефіцієнт абсолютної ліквідності;  $ГК$  — грошові кошти;  $П\Phi I$  — поточні фінансові інвестиції;  $ПЗ$  — поточні зобов'язання;

б) Проміжний коефіцієнт покриття показує, в якій мірі всі короткострокові (поточні) фінансові зобов'язання можуть бути покриті за рахунок швидколіквідних активів (включаючи готові засоби платежу):

$$K_{\text{III}} = \frac{ГК + П\Phi I + ДЗ}{ПЗ},$$

де  $K_{\text{III}}$  — проміжний коефіцієнт покриття;  $ГК$  — грошові кошти;  $П\Phi I$  — поточні фінансові інвестиції;  $ДЗ$  — дебіторська заборгованість;  $ПЗ$  — поточні зобов'язання;

в) Загальний коефіцієнт покриття показує в якій мірі вся заборгованість по поточних фінансових зобов'язаннях може бути погашена за рахунок усіх його поточних (оборотних) активів:

$$K_{\text{ЗП}} = \frac{ОА}{ПЗ},$$

де  $K_{\text{ЗП}}$  — загальний коефіцієнт покриття;  $ОА$  — оборотні активи;  $ПЗ$  — поточні зобов'язання;

г) Загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості характеризує загальне співвідношення розрахунків за цими видами заборгованості підприємства:

$$K_{\text{сдж}} = \frac{ДЗ}{КЗ},$$

де  $K_{\text{сдж}}$  – загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості;  $ДЗ$  – дебіторська заборгованість;  $КЗ$  – кредиторська заборгованість.

**7. Коефіцієнт фінансового левереджу** (коефіцієнт фінансування) дозволяє встановити, яка сума позикових коштів залучена підприємством на одиницю власного капіталу. Фінансовий левередж вимірює ефект, який полягає у підвищенні рентабельності власного капіталу за допомогою збільшення частки позикового капіталу в його загальній сумі. Для розрахунку ефекту фінансового левереджу використовують формулу:

$$ЕФЛ = (1 - C_{\text{пп}}) \cdot (КВР_A) \cdot \frac{ЗК}{СК},$$

де  $ЕФЛ$  – ефект фінансового левереджу, що полягає в прирості рентабельності власного капіталу, %;  $C_{\text{пп}}$  – ставка податку на прибуток;  $КВР_A$  – коефіцієнт валової рентабельності активів;  $ЗК$  – сума (або питома вага) позикового капіталу;  $СК$  – сума (або питома вага) власного капіталу.

Знання механізму впливу фінансового левереджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

**8. Основною з найважливіших передумов ефективного управління капіталом підприємства є оцінка його вартості.**

Вартість капіталу являє собою ціну, яку підприємство платить за його залучення з різних джерел. Витрати на залучення капіталу або витрати на капітал — це сума постійних виплат, яку повинна здійснювати фірма власникам капіталу (інвесторам, кредиторам) з урахуванням суми залученого капіталу.

1. Вартість капіталу підприємства слугує мірою прибутковості операційної діяльності. Оскільки вартість капіталу характеризує частину

прибутку, який повинен бути виплачений за використання сформованого або залученого нового капіталу для забезпечення випуску та реалізації продукції, цей показник виступає мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства, нижньою межею при плануванні його розмірів.

2. Вартість капіталу підприємства є базовим показником формування ефективності фінансового інвестування. Цей показник дозволяє оцінити не тільки реальну ринкову вартість або доходність окремих інструментів фінансового інвестування, але й сформувати найбільш ефективні напрямки й види цього інвестування на попередній стадії формування інвестиційного портфеля. І, звичайно, цей показник служить мірою оцінки прибутковості сформованого інвестиційного портфеля в цілому.

3. Показник вартості капіталу в розрізі окремих його елементів використовується у процесі управління структурою цього капіталу на основі механізму фінансового левереджу. Мистецтво використання фінансового левереджу полягає у формуванні найвищого його диференціалу, однією з складових якого є вартість позикового капіталу. Мінімізація цієї складової забезпечується у процесі оцінки вартості капіталу, який залучається з різних позикових джерел, і формування відповідної структури джерел його використання підприємством.

4. Рівень вартості капіталу підприємства є найважливішим вимірником рівня ринкової вартості цього підприємства. Зниження рівня вартості капіталу призводить до відповідного зростання ринкової вартості підприємства й навпаки. Таким чином, управління вартістю капіталу є одним із самостійних напрямків підвищення ринкової вартості підприємства, що є однією з цілей управління його прибутком.

Важливість оцінки вартості капіталу при управлінні формуванням прибутку в процесі виконання фінансової діяльності визначає необхідність коректного розрахунку цього показника на всіх етапах розвитку підприємства. Процес оцінки вартості капіталу базується на наступних принципах:

1. Принцип попередньої поелементної оцінки вартості капіталу.

2. Принцип узагальнюючої оцінки капіталу. Середньозважена вартість капіталу представляє собою мінімальну норму прибутку, яку очікують інвестори від своїх вкладень. Обрані для реалізації проекти повинні забезпечити хоча б не меншу рентабельність, ніж середньозважена вартість капіталу.

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу підприємства здійснюють за формулою:

$$CBK = \sum_{i=1}^n B_i \times Y_i ,$$

де  $CBK$  – середньозважена вартість капіталу підприємства;  $B$  – вартість окремих елементів капіталу, %;  $Y$  – питома вага окремих елементів капіталу у його загальній сумі.

Розрахована середньозважена вартість капіталу є головним критеріальним показником оцінки ефективності управління структурою капіталу. Цей показник складається на підприємстві під впливом багатьох факторів, основними з яких є:

- середня ставка процента, що склалася на фінансовому ринку;
- доступність різних джерел фінансування (кредитів банків; комерційного кредиту; власної емісії акцій та облігацій і т.д.);
- галузеві особливості операційної діяльності, які визначають тривалість операційного циклу й рівень ліквідності активів, що використовуються;
- співвідношення обсягів операційної та інвестиційної діяльності;
- життєвий цикл підприємства;
- рівень ризику здійснюваної операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Ураховують ці фактори в процесі цілеспрямованого управління вартістю власного й позикового капіталу підприємства.

3. Принцип взаємозв'язку оцінки поточної й майбутньої середньозваженої вартості капіталу підприємства. Такий взаємозв'язок забезпечується використанням показника граничної вартості капіталу.

Гранична вартість капіталу — це максимальна вартість додатково залученого капіталу, за межами якої фірма не може забезпечити потрібну норму доходності. Цей показник характеризує приріст середньозваженої вартості капіталу до суми кожної нової його одиниці, яка додатково залучається підприємством. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$ПВК = \frac{\Delta СВК}{\Delta K},$$

де  $ПВК$  — гранична вартість капіталу;  $\Delta СВК$  — приріст середньозваженої вартості капіталу;  $\Delta K$  — приріст суми капіталу, що додатково залучається підприємством.

Залучення додаткового капіталу підприємства як за рахунок власних, так і за рахунок позикових джерел має на кожному етапі розвитку підприємства свої економічні межі і, як правило, пов'язане із зростанням середньозваженої його вартості. Так, залучення власного капіталу за рахунок прибутку обмежене загальними його розмірами; збільшення обсягу емісії акцій та облігацій понад точкою насичення ринку можливе тільки при більш високому розмірі дивідендів, що виплачуються, або купонного доходу; залучення додаткового банківського кредиту в зв'язку із зростанням фінансового ризику для кредиторів (через зниження рівня фінансової стійкості підприємства) може здійснюватись лише на умовах зростання ставки процента за кредитом і т.д.

Така динаміка показника граничної вартості капіталу має бути обов'язково врахована в процесі управління фінансовою діяльністю підприємства. Порівнюючи граничну вартість капіталу з очікуваною нормою прибутку по окремих господарських операціях, для яких потрібне додаткове залучення капіталу, можливо в кожному конкретному випадку визначити міру ефективності й доцільності здійснення таких операцій. У першу чергу це відноситься до тих інвестиційних рішень, що приймаються.

4. Принцип визначення границі ефективного використання додатково залученого капіталу. Оцінка вартості капіталу повинна бути завершена виробітком критеріального показника ефективності його додаткового

залучення. Таким критеріальним показником є гранична ефективність капіталу. Цей показник характеризує відношення приросту рівня прибутковості додатково залученого капіталу і приросту середньозваженої вартості капіталу. Розрахунок граничної ефективності капіталу здійснюють за формулою:

$$ПЕК = \frac{\Delta P_{\kappa}}{\Delta CBK},$$

де  $ПЕК$  – гранична ефективність капіталу;  $\Delta P_{\kappa}$  – приріст рівня рентабельності капіталу;  $\Delta CBK$  – приріст середньозваженої вартості капіталу.

5. Принцип співставлення власного й позикового капіталу. У процесі оцінки вартості капіталу слід враховувати, що його складові елементи відображаються у балансі неоднаково. Позиковий капітал, що надається підприємству, оцінюється за цінами, наближеними до ринкових. Власний капітал відображається у бухгалтерському обліку, як правило, за цінами нижче ринкових. У зв'язку із заниженою оцінкою власного капіталу, що використовується, його вартість у процесі фінансових розрахунків штучно завищується.

Для забезпечення співставності розрахунків середньозваженої вартості капіталу його власна частина повинна бути виражена в поточній ринковій вартості. Для цього спочатку визначають вартість чистих активів підприємства, що відображають ту частину його майна, що була сформована за рахунок власного капіталу:

$$ЧА = \text{Активи} - \text{Зобов'язання по пасиву (без статті "Доходи майбутніх періодів")} - \text{Цільове фінансування.}$$

На другому етапі встановлюють склад чистих активів. На практиці виходять з того, що за рахунок власного капіталу покриваються необоротні активи й частина оборотних активів (запаси).

$$\text{Запаси} = \text{Чисті активи} - \text{Необоротні активи}$$

На третьому етапі здійснюють переоцінку (індексацію) балансової вартості необоротних активів і запасів з урахуванням поточних ринкових цін. Сума активів після їх переоцінки і буде характеризувати поточну ринкову



вартість власного капіталу (чистих активів), що використовується у співставних розрахунках середньозваженої вартості капіталу.

6. Принцип динамічної оцінки вартості капіталу. Фактори, що впливають на показник середньозваженої вартості капіталу, дуже мінливі. Тому в зв'язку з коливанням вартості окремих елементів капіталу повинні вноситися постійні корективи і в середньозважену вартість капіталу.

### **Запитання для самоперевірки**

1. Назвіть групи аналітичних фінансових коефіцієнтів.
2. Що характеризують коефіцієнти оцінки рентабельності капіталу?
3. Що характеризують коефіцієнти оцінки капіталовіддачі?
4. Що характеризують показники типів фінансової стійкості підприємства?
5. Що характеризують показники ліквідності та платоспроможності підприємства?
6. Що характеризує коефіцієнт фінансового левереджу?
7. Що характеризують показники середньозваженої вартості капіталу?

## **ТЕМА 7**

# **РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА ЯК КОМПЛЕКСНА ІННОВАЦІЯ, СПРЯМОВАНА НА ПІДВИЩЕННЯ ЙОГО КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ**

### **7.1. Проблеми підприємств на сучасному етапі. Причини кризи підприємства**

В умовах становлення ринкової економічної системи в Україні, коли ринкові механізми тільки формуються, законодавче середовище є ще дуже недосконалим, різні напрямки економічної політики ще недостатньо концептуально розроблені й неузгоджені, нормальній роботі підприємства заважають певні об'єктивні обставини, проблеми, пов'язані із зовнішнім середовищем підприємства. Серед таких проблем аналітики виділяють як головні: зубожіння, низька платоспроможність населення, яке є кінцевим споживачем. Зубожіння населення означає вузький ринок збуту з низькою ємкістю і низьким рівнем попиту для продукції підприємств, що випускають товари для особистого використання і споживання (група Б). У свою чергу, малі обсяги виробництва й складнощі з реалізацією продукції означають низьку інвестиційну активність і неплатоспроможність цих підприємств. У такій ситуації зникає ринок збуту і попит на товари групи А – на засоби виробництва, на напівфабрикати й комплектуючі, тощо. Низька платоспроможність і збідніння населення означає збідніння і неплатоспроможність багатьох підприємств різних галузей.

Серед зовнішніх проблем, що відзначається представниками підприємств, є також проблеми некерованості підприємства, складностей прийняття стратегічних рішень у зв'язку із значним контролем з боку держави, особливо на підприємствах, значна частка акцій яких (25-60%) належить державі.

Неефективність і невідповідність системи менеджменту є історичною проблемою підприємств. Система управління підприємством при плановій

економіці з тотальним централізованим регулюванням була створена для потреб виробництва, була орієнтована на вирішення виробничих завдань і не була оптимальною з погляду витрат на управління, руху інформації. Система управління не була орієнтована на ринок, у зв'язку із своєю негнучкістю, неоперативністю, низьким ступенем делегування прийняття рішень, великим часовим лагом реакції на зміни в середовищі (це пов'язано з висотою ієрархічної структури, з інформаційною системою і системою прийняття рішень) є нежиттєздатною в умовах швидкозмінного, динамічного ринкового середовища.

Існує два принципових напрями орієнтації діяльності підприємств:

**Орієнтація на довгострокові цілі, якими можуть бути:**

- освоєння нових ринків;
- залучення нових споживачів;
- технологічний розвиток;
- структурний розвиток.

**Орієнтація на короткострокові цілі:**

- швидкий прибуток;
- пасивність по відношенню до нових ринків;
- очікування "кращих часів";
- орієнтація на старі вироби на старих ринках.

Орієнтація тільки на короткострокові цілі найбільш яскраво характеризує майбутнього банкрута.

Основними проблемами (елементами або симптомами кризового становища) підприємства сьогодні є:

- низький попит на продукцію;
- падіння обороту;
- падіння прибутку;
- зниження рентабельності;
- зниження ліквідності;
- “заповнені склади”;

- підвищення “break even point”;
- дефіцит оборотних коштів;
- зниження частки підприємства на ринку;
- погіршення клімату в колективі;
- нестабільність персоналу;
- реклаमाції;
- втрата довіри банку, замовників, споживачів;
- недостатність актуальної і своєчасної інформації;

Причини кризи підприємства можна розділити на зовнішні й внутрішні.

До зовнішніх (тих, що не залежать від підприємства) відносять загальний кризовий стан економіки – збідніння громадян і підприємств, які є споживачами продукції, їх неплатоспроможність, що є причиною зменшення попиту, зниження інвестиційної активності, кризи неплатежів. Ще одним наслідком збідніння підприємств є погіршення якості товарів, які підприємства пропонують на ринок (старіння, невідповідність вимогам ринку, невідповідність вимогам якості, низька якість виготовлення, тощо). Таким чином підприємства, для яких вищезазначені товари є сировиною, матеріалами, комплектуючими, не можуть їх використовувати і повинні закуповувати аналоги за кордоном. Використання зарубіжних комплектуючих дозволяє зберегти якість, але збільшує вартість, а використання національних низькоякісних комплектуючих значно знижують споживчі якості товару. Наступним важливим наслідком є дефіцит власних інвестиційних ресурсів і недоступність залучення інвестиційних ресурсів.

Недосконалість інституціонального середовища не є прямою причиною кризового становища підприємств, але є фактором збільшення витрат підприємства, тощо.

Внутрішні причини полягають у недосконалості (іноді, некваліфікованості, невідповідності) системи менеджменту підприємства. Саме на внутрішні фактори й спрямовані заходи із реструктуризації і санації підприємства.

Проблема того, що продукція не реалізується, неліквідна, не знаходить попиту, може мати як зовнішні, так і внутрішні причини. Продукція може бути взагалі не потрібна ринку (застаріла, продукція із життєвим циклом, що закінчується, продукція, попит на яку залежить від держзамовлення, продукція сезонного й епізодичного попиту, тощо), продукція, потреба в якій є тільки у неплатоспроможних клієнтів, тобто має місце неплатоспроможний попит, продукція, що є неплатоспроможною за якістю, тобто не відповідає вимогам, критеріям якості, які висуває споживач, неконкурентоспроможна за сервісом (додаткові послуги, що також оцінюються споживачем як якісні характеристики товару), або є неконкурентоспроможною за ціною. Проблеми неконкурентоспроможності продукції за якістю або за ціною є внутрішніми проблемами підприємства, тобто вони цілком залежать від менеджменту підприємства. Звичайно, у неконкурентоспроможності за ціною є свої об'єктивні причини: висока вартість комплектуючих, висока вартість енергії, високі податки, митні бар'єри (для роботи на зовнішніх ринках).

Нарешті, товар може не знаходити попиту в зв'язку з неправильним вибором каналів товароруку, неправильною роботою з ними рекламної кампанії, засобів з просування товару.

Підприємство має правильно визначитися з тим, які причини призвели до кризової ситуації, які причини можуть бути ліквідовані, на чому має базуватися програма реструктуризації підприємства.

## **7.2. Поняття реструктуризації, причини й етапи її проведення**

Комплекс реорганізаційних заходів на підприємстві, які мають на меті не тільки вихід підприємства з кризи, але і забезпечення подальшого розвитку підприємства, називають **реструктуризацією**. Реструктуризація, як правило, включає в себе структурні зміни на підприємстві, що пов'язані із зміною стратегії, змінами в товарному асортименті, тощо, але не можна розуміти реструктуризацію лише як зміну оргструктури, або поділ підприємства. Дуже

часто поділ підприємства на окремі господарські суб'єкти або виділення самостійних підприємств не тільки не підвищує конкурентоздатність підприємства, конкурентоздатність товару, а навпаки, знижує і може призвести до банкрутства.

Реструктуризація є комплексом заходів, що мають бути здійснені для досягнення єдиних цілей, що є узгодженими і здійснюються за певною програмою. Дослідження підприємства і розробка програми реструктуризації можливі за двома напрямками: від загального до конкретного, від загальних цілей і показників загальної ефективності роботи до причин низької продуктивності, тощо, а потім до більш детального вивчення окремих областей діяльності організації та підхід з іншого боку, коли вивчають по черзі кожну функцію (виробництво, постачання, маркетинг, тощо) з надією досягти в кінці збалансованого синтезу.

Метод структуризації проблем полягає у визначенні проблем, які актуальні на даному етапі для підприємства й розкладі цих проблем на первинні складові. Головний принцип цього методу полягає в тому, що проблема ніколи не може бути вирішена на тому рівні, на якому вона виникла.

Фактори, що визначають становище підприємства, поділяють на внутрішні, які мають місце всередині підприємства і пов'язані з помилками керівництва і персоналу, недосконалою структурою та системою управління підприємством, і зовнішні, що виникають за межами підприємства і практично не можуть бути змінені підприємством.

На першому етапі визначають проблеми, що лежать на поверхні, на другому етапі – причини, що спричинили вказані проблеми, причому причини розкладаються (структуруються) до найнижчого рівня. Далі визначають заходи з вирішення елементарних завдань, що викорінюють кожну з причин, і складають комплексний план, що об'єднує визначені заходи в часі найкращим чином. Нижче здійснено спробу описати проблеми, що найчастіше визначаються на перших рівнях і надані загальні рекомендації по окремих заходах з вирішення проблем. Таким чином здійснена спроба описати метод на

прикладів тих проблем, що найчастіше визначаються представниками підприємств як актуальні.

### Актуальні проблеми підприємств

Структуризація проблем. Нижче перелічені проблеми, що найчастіше відзначаються керівниками українських підприємств, дана спроба ці проблеми пояснити і структурувати, і наведені пропозиції щодо можливих заходів для вирішення цих проблем.

#### Проблема: Неплатежі (дебіторська заборгованість).

Причини – зовнішні:

##### а) небажання сплати боргу підприємством-боржником.

Заходи з вирішення:

- 1) нагадати боржникові про термін сплати (у формі листа).
- 2) попередити боржника про можливість подання позову до суду.
- 3) подання позову до суду, повідомлення про це боржника.

##### б) неможливість (неспроможність) сплати.

Заходи з вирішення:

- 1) проведення переговорів про можливість реструктуризації боргу (сплати частками), віддалення терміну сплати (на нових умовах);
- 2) використання векселю – продаж іншому підприємству, використання факторингу – продаж боргу третій особі (підприємству чи фінансовій установі), переведення боргу на кредитора (за його згодою, на визначених умовах);
- 3) проведення переговорів про можливість оплати боргу продукцією, якщо підприємство-кредитор потребує таку продукцію або має надію її реалізувати, надання підприємством-боржником певних послуг у рахунок списання боргу;
- 4) якщо підприємство-боржник є постачальником, домовитися про те, що поставки не будуть оплачені, а будуть зараховані у рахунок погашення боргу;
- 5) сплата боргу або частини акціями підприємства-боржника (за

курсом, про який буде домовлено), з метою перепродажу акцій або забезпечення контролю над боржником, участі в управлінні підприємством-боржником).

б) позов до суду, порушення справи про банкрутство.

Проблема: продукція не користується попитом.

Можливі причини:

1. Продукція неконкурентоспроможна за ціною.

Варіанти вирішення проблеми:

а) зниження ціни продукції за рахунок зменшення прибутку на одиниці товару (необхідно досягти не просто зниження відпускної ціни для оптових та роздрібних посередників, але і зниження ціни для кінцевого споживача;

б) покращення системи збуту, зменшення кількості ланок на шляху виробник-споживач для зменшення кінцевої ціни завдяки зменшенню торгових накруток, використання широкої мережі розповсюджувачів для забезпечення конкуренції між продавцями продукції підприємства і унеможливлення штучного завищення кінцевої ціни;

в) зниження ціни продукції при збереженні норми прибутку за рахунок зниження собівартості. Зниження собівартості за рахунок зменшення постійних чи змінних витрат.

2. Продукція є неконкурентоздатною за якістю.

Можливі дії:

Дослідити продукт, дослідити ринок, визначити, за якими критеріями споживачі оцінюють якість товару і привести товар у відповідність до вимог споживачів.

3. Продукція не знаходить попиту в зв'язку з недостатінми заходами з просування.

Можливі дії: реорганізація відділу маркетингу, створення (реорганізація) системи просування товару, системи товароруху, використання реклами та інших засобів формування попиту і стимулювання збуту.

Якщо товар не можна зробити конкурентоздатним (за ціною, за якістю),



він має бути знятий з виробництва, підприємство повинно перейти на виготовлення того товару, який можна зробити конкурентоспроможним.

Проблема: дефіцит оборотних коштів.

Можливі причини:

1. Неплатежі з боку клієнтів.

2. Продукція не користується попитом.

3. Неефективна діяльність підприємства (недозавантаженість, нерентабельна, збиткова продукція, надто великі накладні витрати: витрати на управління, витрати на обслуговування, допоміжне виробництво, тощо).

Можливі дії: забезпечення кваліфікованого менеджменту, проведення відповідних заходів із санації, комплексу реструктуризації.

4. Планується проект, що потребує великої кількості вільних коштів

Можливі дії: залучення зовнішніх інвестицій, використання власних резервів (продаж залишків продукції, додаткові джерела прибутку, продаж надлишкових запасів матеріалів та комплектуючих, продаж обладнання, зниження витрат, закриття "центрів затрат").

Метод побудови дерева цілей (структуризації цілей і завдань)

Метод полягає у структуризації головної цілі підприємства (максимізації прибутку в довгостроковому періоді) й визначенні підцілей для досягнення головної цілі. У свою чергу, підцілі також мають власні підцілі (цілі для досягнення цілей вищого порядку). Визначаються цілі кожного з підрозділів, що є підцілями, які забезпечують досягнення цілей всієї організації, та завдання кожного підрозділу. В кінці кожної "гілки" дерева цілей має бути конкретна програма заходів з виконання завдання, досягнення цілі підрозділу. Ця програма має складатися з переліку конкретних дій у вигляді календарного плану, мати визначених виконавців і відповідальних, мати конкретні строки виконання та звітування, а також мати бюджет: план витрат на реалізацію запланованих дій і план покриття цих витрат. (Більш детально бюджетування буде описано в підрозділі "Розробка бюджету реструктуризації").

Чітка постановка і визначення цілей дозволяє виявляти й аналізувати взаємовідносини між цілями. За своєю природою ці взаємовідносини можуть бути різноманітними. Виділяють три їх види взаємозалежності:

1. Цілі можуть доповнювати одна одну, конкурувати (вступати в конфлікт одна з одною), а також можуть бути індиферентними по відношенню одна до одної. Наприклад, прибуток на одиницю продукції, оборот (доход від реалізації продукції) і рентабельність залежно від конкретної ситуації можуть доповнювати один одного, бути незалежними і конфліктувати;

2. Одна ціль може бути важливішою за іншу (головна і додаткові цілі (в цьому разі інколи оцінюють важливість визначеної цілі для досягнення цілі вищого порядку. Це потрібно для того, щоб прийняти рішення при обмеженому фінансуванні або у випадку конкуренції, взаємовиключеності заходів з досягнення підцілей);

3. Одна з цілей може бути вищою ціллю, а інші під цілями.

Дві цілі є конкурентними, якщо наближення до досягнення однієї призводить до віддалення від іншої. Наприклад, визначення оптимальної програми виробництва з погляду збуту веде до розширення асортименту з метою збільшення обороту. Але якщо при цьому встановлена ціль мінімізації собівартості одиниці продукту через економію на масштабах, через обмеження виробничих площ, тощо, то виникає конфлікт між максимізацією обороту і мінімізацією витрат. Крім того, збільшення обороту, збільшення обсягу продаж передбачає значні витрати на просування, рекламу, тощо, що також вступає у конфлікт з програмою зниження витрат (мінімізацією витрат).

Якщо виконання однієї цілі сприяє наближенню до іншої, то такі цілі допомагають одна одній, доповнюють одна одну. Наприклад, збільшення обсягів виробництва може одночасно призвести до абсолютного зростання прибутку і обороту (обсягів продаж). Це зрозуміло, оскільки прибуток є одним з компонентів обороту (виручки). Такі цілі як обсягів продаж, прибуток, рентабельність капіталу, як правило, взаємодоповнюють одна одну.

Індиферентні відносини між цілями, відсутність кореляції має місце

тоді, коли досягнення однієї цілі не впливає на виконання іншої.

У ситуації з конфліктними цілями їх потрібно “зважити” за ступенем важливості й обрати одну з них як головну ціль, а іншу як додаткову. Такі рішення залежать від конкретної ситуації і можуть часто переглядатися. Як приклад можна навести дотримання платоспроможності у будь-який момент часу. Це важлива для існування підприємства умова, але вона, як правило, не є його головною ціллю (ніхто не займається виробництвом чи іншим видом господарської діяльності для того, щоб залишатися ліквідним). Але у деяких випадках ця ціль може домінувати і відсувати інші цілі на другий план. Нарешті, завжди важливо встановити період, на який встановлюється та чи інша ціль.

Для підприємств у ринковій економіці прибуток і рентабельність капіталу є головними цілями, а додаткова ціль, або обмеження цілі прибутку, – збереження ліквідності підприємства.

Цілі, які майже завжди конфліктують між собою:

- швидкий прибуток і довгострокове зростання;
- збільшення проценту прибутку та конкурентоспроможність товару;
- зростання і стабільність бізнесу;
- вихід на нові ринки, розробка нових товарів та безризиковість (стабільність) бізнесу, тощо.

Можна навести загальний показник, що може бути індикатором досягнення цілі підприємства. Це коефіцієнт повернення на інвестиції або величини прибутку на інвестований капітал *ROIC*, що вираховується, як прибуток від реалізації продукції, поділений на суму інвестицій. Він дуже добре може бути прослідкований у динаміці і демонструє, який обсяг прибутку фірма заробила на сумарних капіталовкладеннях, а також цей показник вважається найкращим індикатором здатності фірми використовувати інвестиції. Існує така формула для розрахунку цього індикатора:

$$ROIC = (SP/I) \times 100\% = (SP/V) \times (V/I) \times 100\% = ROS \times IT,$$

де *SP* – величина прибутку від реалізації продукції підприємства; *I* – сума

інвестицій за програмою технічного переозброєння;  $V$  – чиста виручка від реалізації,  $ROS$  – рентабельність продаж;  $IT$  – коефіцієнт оборотності інвестицій.

Недоліки використання цього індикатора полягають у тому, що він показує тільки сучасну прибутковість інвестицій, але не дає інформації про те, наскільки довгостроковим буде результат, тобто чи буде показник таким самим через певний період, яких змін потрібно очікувати, тощо.

Результативність програми реструктуризації за тією чи іншою методикою не може бути чітко визначена числовими показниками. Результативність першого етапу (оперативного напрямку) визначається самим фактом виходу підприємства з кризи: покращенням показників ліквідності, забезпеченням платоспроможності підприємства, рентабельності й прибутковості.

Результативність другого, стратегічного етапу буде з'ясована тільки через 5-7 років, оскільки правильність та оптимальність обраних ринків і сегментів, товарних груп, обраної стратегії визначає не сьогоднішнє, не прибутковість підприємства через місяць після початку реструктуризації, а, швидше, динаміка зростання (змін) прибутковості, кількість і серйозність проблем, що виникають на підприємстві в процесі роботи, тощо. А такий комплексний результат неможливо проілюструвати одним показником.

Першим кроком щодо визначення стратегії необхідності комплексу заходів з термінового оздоровлення та реструктуризації має бути розуміння становища, в якому опинилося підприємство. Якщо керівництво підприємства прийде до висновку, що підприємство процвітає і вихідне становище є задовільним, підприємство не потребує проведення жодних заходів з покращення або оздоровлення. Хоча навіть у цьому випадку мають бути визначені причини процвітання і з'ясовано, чи може підприємство розраховувати на те, що становище не буде погіршуватися. Якщо при визначенні становища з'ясовано, що підприємство знаходиться у кризі або його становище є незадовільним, таким, що може бути покращене, – визначають причини, що привели до кризи або незадовільного положення і яким чином

положення може бути покращене.

Основною внутрішньою причиною кризового становища підприємства є неконкурентоспроможність продукції, тобто те, що продукція, яка виробляється на підприємстві, не користується попитом, не продається (важко продається), а значить, не приносить прибуток підприємству.

Наступним кроком має бути визначено, чи є товар/товарна група перспективною (проводиться аналіз за методикою Бостонської консалтингової групи – Матриця БКГ). Встановлюють, на якій стадії життєвого циклу знаходиться товар. У випадку, якщо товар знаходиться на стадії старіння і зникнення попиту (вибуття), цей товар має зніматися з виробництва (або модернізуватися – “відроджуватися”).

При прийнятті рішення про те, що товар не є перспективним і не може стати джерелом прибутку, тобто не користується попитом, неможливо підвищити його конкурентоспроможність, неможливо його реалізовувати з прибутком, він повинен бути знятий з виробництва, а підрозділ, який займався виготовленням цього товару, має бути перепрофільований. У разі, якщо основна продукція (або єдина) підприємства має бути знята з виробництва, необхідно розглянути можливість перепрофілювання підприємства. Неможливість перепрофілювання підприємства може призвести до його закриття (банкрутства).

Критерій успішності реструктуризації – загальна довгострокова ефективність функціонування об’єкта, на якому здійснювалися заходи реструктуризації.

Стратегічний напрямок є другим етапом реструктуризації. Без другого етапу підприємство не матиме ефективного розвитку. Відсутність стратегічного напрямку в програмі оздоровлення означає прагнення вивести підприємство з кризи, допомогти йому вилізти із ями і залишити на краю цієї ями, не визначивши, куди підприємство має йти.

Під час проведення комплексу заходів із санації – першого етапу реструктуризації підприємства мають бути вирішені наступні завдання:

1. Підвищена конкурентоспроможність товарів, забезпечена їх ліквідність.

2. Використані резерви потужностей підприємства шляхом підвищення обороту (посилення збуту).

3. Пристосована структура підприємства і структура управління до вимог ринку і до планованих обсягів обороту. Це може бути досягнуто шляхом концентрації на основному виробництві чи диверсифікації залежно від специфіки галузі, спрощення організаційної структури і структури управління підприємством через зменшення елементів структури управління, підвищення самостійності підрозділів, делегування прийняття рішень. Також має бути приведена кількість співробітників до необхідної для підприємства кількості. У процесі реструктуризації можуть бути відділені не потрібні основному виробництву підрозділи.

4. Підвищена рентабельність. Для цього має бути введена ефективна система планування і контролю витрат і доходів, покращене інформаційне забезпечення руху коштів, проведений аналіз структури витрат і її оптимізація.

Вирішення завдань є необхідним для підвищення конкурентоспроможності підприємства, що є основою успішної прибуткової діяльності й розвитку.

Процес оздоровлення складається з таких складових:

1. Аналіз стану фірми і визначення можливості оздоровлення (внутрішній і зовнішній аналіз);

2. Розробка концепції оздоровлення (санації і реструктуризації): розробка альтернативних варіантів, оцінка альтернатив, вибір, визначення напрямку дій, розробка плану дій, формування бюджету (визначення напрямку та розробка бізнес-плану);

3. Реалізація (створення програми дій: заходи, виконавці, відповідальні, строки, цілі, пріоритети, обмеження, тощо, безпосереднє виконання, контроль за виконанням, аналіз проміжних результатів, коригування програми).

Аналіз зовнішнього середовища. Для правильного вибору ефективних

заходів із санації підприємства треба вивчити фактори, що визначають кризове становище фірми, і на основі чого можна розробити ефективну стратегію виживання. Для цього проводять аналіз факторів зовнішнього середовища.

За методикою консалтингової фірми Deloitte & Touche LLP виділяють три групи факторів: економічні, державні, галузеві.

До економічних відносять:

- змінний характер попиту на продукцію (сезонний/циклічний попит);
- зміни структури, обсягів попиту;
- безробіття;
- інфляція;
- коливання обмінних курсів.

До державних відносять:

- ставки податків;
- регулювання ціноутворення;
- грошова політика;
- регулювання в окремих галузях;
- трудове законодавство;
- гнучкість грошової політики;

До галузевих відносять:

- ціни конкурентів;
- ємкість ринку;
- попит на продукцію;
- ціни на сировину, матеріали;
- якість послуг;
- субститути.

За методикою Українського товариства оцінювачів, аналіз зовнішнього середовища здійснюють за такими елементами:

- аналіз правових особливостей функціонування ринку;
- аналіз інфраструктури;
- аналіз обсягів продаж (у тому числі аналіз факторів ринку, що

впливають на збут та структури збуту);

- аналіз конкуренції, конкурентного напруження ринку.

Аналіз інфраструктури. Інфраструктура регіону характеризується:

- кількістю залізничних і автомобільних шляхів з твердим покриттям;
- наявністю і ефективністю мереж зв'язку;
- станом каналів збуту, розвиненістю інфраструктури оптової торгівлі, товарних бірж, системи посередників, тощо;
- доступністю капіталу, розвиненістю інфраструктури фондового ринку та банківської системи, тощо.

Дослідження і аналіз ринку здійснюють за такими складовими:

1. Аналіз обсягів продажу.
2. Аналіз факторів ринку, що впливають на збут.

Цей аналіз повинен визначити щонайменше: стадію життєвого циклу галузі, прибутковість активів галузі, прибутковість продажів у галузі, експортний потенціал галузі, загальну ємкість ринку, мотивацію споживачів, еластичність попиту на продукцію галузі, рівень платоспроможного попиту на продукцію галузі, умови збуту на ринку, галузеві ризики, ситуацію на суміжних товарних ринках.

Аналіз внутрішнього середовища підприємства здійснюється якісний і кількісний (доходи, витрати, результати, майно, фінансування). Він може проводитись за допомогою різноманітних методик, найбільш поширеними з яких є ресурсний аналіз і функціональний аналіз. Головною рисою такого аналізу має бути його комплексність, оскільки найменша непомічена вада може стати причиною серйозних проблем у майбутньому. Не менш важливою є об'єктивність аналізу.

Методика ресурсного аналізу внутрішнього середовища підприємства полягає в аналізі всіх груп ресурсів у плані можливості досягнення за їх допомогою стратегічних цілей:

1. Технічні ресурси (оцінка обладнання з погляду наявності, застарілості (морального і фізичного зносу), відповідності вимогам якості товару,



економічності, трудоемкості виробництва і простоти обслуговування обладнання). Як окрема складова ресурсів вивчається приміщення: відповідність вимогам, потреби у ремонті/розширенні/переобладнанні, оцінюється також оптимальність розташування обладнання.

2. Технологічні ресурси (оцінка сучасності і конкурентноздатності технологій виробництва, наявність або відсутність власних розробок, а в разі наявності – їх конкурентоздатність, наявність патентів, ліцензій на винаходи, ноу-хау. Якщо підприємство не займається власними дослідженнями й розробками, слід розглянути питання про створення відповідних відділів або інші джерела технологічних ресурсів, оскільки конкурентне середовище вимагає постійного технологічного розвитку.

3. Кадрові ресурси (визначають кваліфікаційний, демографічний (віковий) склад працівників, їх здатність до адаптації, сприйняття змін, тощо). Має бути також вивчена і проаналізована система мотивації, можливості її зміни).

4. Організаційна структура (чи немає “зайвих” підрозділів, чи є незавантажені підрозділи, які підрозділи є “затратними”).

5. Структура управління підприємством (оцінюється простота структури: чи немає “зайвих” сегментів, чи немає дублювання управлінських функцій, оцінюється швидкість передачі інформації: чи достатньо швидко передається інформація і управлінський імпульс, чи немає втрат інформації, тощо).

6. Фінансові ресурси. Склад активів: Чи оптимальна пропорція між основними й оборотними фондами. Склад пасивів, структура терміновості заборгованості. Ліквідність. Структура витрат: які ланки приносять найбільше витрат, можливість виділення їх у самостійні підрозділи; структура собівартості продукції: співвідношення між постійними й змінними витратами, тощо.

При проведенні ресурсного аналізу визначають, також, що є обмежуючими факторами (найчастіше оцінюється потужність – обладнання, територія, оборотні кошти, ефективність виробництва, трудові ресурси, технології, ноу-хау).

На основі проведеного вище комплексного аналізу зовнішнього і внутрішнього середовища проводять SWOT-аналіз підприємства, під час якого визначають сильні сторони підприємства, можливості в короткостроковому і довгостроковому періоді й слабкі сторони та загрози у короткостроковому та довгостроковому плані.

По закінченні аналізу зовнішнього середовища, ресурсного або функціонального аналізу внутрішнього середовища проводять SWOT-аналіз підприємства, визначають його сильні й слабкі сторони, можливості й загрози.

Результатом проведення SWOT-аналізу має бути перелік сильних сторін підприємства, на яких має ґрунтуватися його подальша діяльність, і перелік слабких сторін, які повинні бути покращенні у процесі санації та реструктуризації.

Згідно з цілями, які переслідує підприємство в процесі санації, комплекс оздоровлення складається з наступних груп заходів.

#### *Заходи з покращення платоспроможності*

Для забезпечення платоспроможності здійснюють наступні кроки:

1. Введення постійного контролю за витратами й результатами господарської діяльності: введення щоденної/щотижневої/щомісячної звітності підрозділів по статтях і розмірах витрат підрозділу та отриманих результатах, що виражаються у грошовій формі. Для аналізу звітів може бути створений окремий підрозділ, але кращим є використання окремих консультантів (можливо власних): фахівців у фінансовому менеджменті (наприклад, фінансового директора), у матеріальному постачанні, технолога, які б визначали доцільність витрат, можливість їх зменшення чи уникнення. Аналізують можливості збільшення результату: підвищення продуктивності, підвищення прибутковості, додаткові джерела (зовнішні) отримання прибутку. Результатом аналізу мають бути рекомендації (у разі відносної самостійності підрозділу: делегування прийняття рішень) або наказ (у випадку командного стилю управління).

2. Зниження витрат для не зв'язаних з виробництвом об'єктів (або їх закриття).

3. Зниження запасів матеріалів і незавершеного виробництва:

- ліквідація (продаж) товарних запасів (можливий продаж за собівартістю або нижче собівартості для вивільнення коштів);

- постійне визначення запасів за частотою їх застосування;

- ліквідація (продаж запасів), використання яких не планується до використання у найближчий час.

4. Забезпечення розрахунків з дебіторами.

5. Реалізація непотрібного обладнання за ринковою вартістю.

6. Зниження витрат.

#### *Заходи щодо збільшення товарообігу*

Для збільшення обсягу товарообігу підприємство може здійснити такі заходи: покращити роботу відділу збуту (через підвищення кваліфікації співробітників, забезпечення сучасною оргтехнікою для доступності інформації, інформаційного забезпечення відділу, введення системи стимулювання, винагород за результат):

1. Створити відділ маркетингу, який займався б аналізом ринку з метою створення нових товарів і розвитку існуючих товарів, аналізував причини успіху й невдачі товарів підприємства на ринку.

2. Створити сервісну службу для клієнтів, які одночасно займалася б збиранням зворотної інформації про товар.

3. Створення торговельної мережі (каналів товароруку).

Стратегічний аналіз ситуації (які переваги має підприємство перед конкурентами). Аналіз здійснюють за допомогою SWOT-аналізу з використанням моделі факторів конкуренції М. Портера:

1. Визначення ринків і цільових сегментів, їх аналіз. Підприємство визначає для себе: на яку саме цільову групу споживачів воно працює, встановлює ємкість попиту цієї групи, потреби цієї групи, які задовольняються

товарами підприємства, і ті, що можна задовольнити шляхом розробки нових товарів. Диверсифікація, розширення товарного асортименту підприємства повинні здійснюватися у межах задоволення потреб саме цієї цільової групи. Особливо важливо дотримуватися цього правила підприємствам, товари яких конкурують за іміджем, тобто в певної групи споживачів сформоване уявлення про підприємство, і споживач очікує від підприємства товари визначеної якості, типу, для задоволення потреб певної групи людей.

2. Гармонізація інструментів маркетингу (політика продукції, цін, реклами, розподілу (просування) товару).

3. Визначення стратегічних цілей підприємства (визначення цілей підприємства і окремих підрозділів, постановка чітких завдань, за виконання яких підрозділи мають звітувати).

Для реалізації програми реструктуризації підприємства необхідно визначити джерела фінансування кожного етапу. Для цього треба розробити бюджет реструктуризації. Бюджет складається з двох розділів: витратної частини і джерел фінансування витрат. Бюджет має бути чітко визначений у часі. Для цього доцільно розділити його на певну кількість періодів, тривалість яких залежить від специфіки процесу реструктуризації на даному підприємстві. Бюджетними періодами можуть бути: тиждень, декада, місяць, квартал. На кожний період визначають повний перелік статей витрат за датами здійснення, розміри витрат за кожною статтею і джерела фінансування: власні кошти, кошти, що планується отримати у даний період, кошти, які мають бути залучені ззовні.

У бюджеті мають бути визначені статті витратної частини, розміри й календарний план витрат, сформована доходна частини: визначені власні ресурси капіталу на покриття затратної частини: власні вільні кошти, визначений (спрогнозований) майбутній прибуток, визначений розмір коштів, що вивільняються при реалізації товарних запасів, при реалізації зайвого обладнання, і запасів сировини та комплектуючих у процесі санації.

При формуванні доходної частини бюджету враховують також

зменшення постійних витрат у процесі реструктуризації і санації, а значить, підвищення абсолютного розміру прибутку і збільшення тієї частини прибутку, яка може бути використана на покриття затратної частини. Враховують також розподіл витрат у часі. Визначивши, які грошові надходження і в який період підприємство планує отримати, можна визначити, в який період і в яких розмірах мають бути залучені зовнішні інвестиції (кредити, тощо).

Коли визначений розмір власних коштів, які можуть бути використані, встановлюють шляхи залучення зовнішніх джерел інвестиційних ресурсів. Проводять порівняльний аналіз альтернатив інвестиційних джерел, в якому порівнюють вартість коштів, розмір додаткових витрат на їх отримання, можливі фактори ризику і величину втрат у результаті настання несприятливих подій.

Бюджет визначають на весь період проведення комплексу оздоровлення (реструктуризації) підприємства. Обов'язковим є поділ бюджету на конкретні періоди (календарні періоди, планові періоди, етапи).

Якщо при розробці бюджету виявляється дефіцит коштів у деякі періоди, потрібно розглянути можливість зміни календарного плану реструктуризації і зсуву деяких заходів за часом для того, щоб періоди витрат відповідали періодам надходження коштів, тобто періодам покриття витрат.

Для проектів із складною динамікою грошових потоків може бути доцільною деталізація використання та надходження ресурсів за днями. Після порівняння розміру необхідних витрат і джерел ресурсів за кожним днем або тижнем при виявленні відповідності бюджет є готовим для виконання, а при виявленні невідповідності (недостатність ресурсів у цей період) можливі наступні варіанти дій: пошук додаткових джерел або реструктуризація (зміна структури) робіт: зсув робіт за термінами таким чином, щоб періоди витрат відповідали періодам надходжень, динаміка витрат була стабільною – відсутні піки, мала варіація, тощо).

### **Запитання для самоперевірки**

1. Перерахуйте симптоми кризового становища.
2. Наведіть причини кризи підприємства.
3. Охарактеризуйте внутрішні й зовнішні причини кризового становища підприємства.
4. Охарактеризуйте поняття «реструктуризація».
5. З якою метою проводять SWOT-аналіз підприємства?

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Конституція України – К.: Преса України, 1997. – 80 с.
2. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 416 с.
3. Бланк И.А. Управление активами. – К.: Ника-Центр, 2000. – 720 с.
4. Бойчик І.М. Економіка підприємства: Навч. посібник. – К.: Атіка, 2002. – 480 с.
5. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика. – 1996. – 799 с.
6. Економіка підприємства: Підручник / За заг. ред. С.Ф.Покропивного. – К.: КНЕУ, 2001.- 528 с.
7. Ковалёв В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 755 с.
8. Лобанов Е.М., Литовский М.А. Управление финансами. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 251 с.
9. Прокопенко І.Ф., Ганін В.І., Петрусів З.Ф. Курс економічного аналізу: Підручник. – К. – Х.: Атака-Легас, 2004. – 384 с.
10. Родионов А.Р., Родионов Р.Я. Управление сбытовыми запасами и оборотными средствами предприятия. – М.: Дело и Сервис, 1999. – 400 с.
11. Финансовый менеджмент / Под редакцией Н.Ф. Самсонова. – М.: Финансы ДОНИТИ, 1999. – 495 с.
12. Хайт Хобер Н. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. – М.: Дело, 1993. – 128 с.

## Навчальне видання

Конспект лекцій та завдання до самостійної роботи з дисципліни  
«Управління капіталом» (для студентів заочної форми навчання спеціальності  
7.050107 – «Економіка підприємства»).

Автори: Володимир Іванович Торкатюк,  
Микола Павлович Пан,  
Віталіна Володимирівна Коненко,  
Андрій Леонідович Шутенко,  
Ганна Григорівна Соболева,  
Дмитро Вадимович Бутник.

Редактор: М.З. Аляб'єв

План 2008, поз. 10П		
Підп. до друку 30.01.2009	Формат 60 x 84 1/16	Папір офісний
Друк на ризографі	Умовн.-друк. арк. 6,6	Обл.-вид. арк. 6,9
Тираж 100 прим.	Замовл. № _____	

61002, Харків, вул. Революції, 12  
Сектор оперативної поліграфії ЦНІТ ХНАМГ